

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
МІСЬКОГО ГОСПОДАРСТВА імені О. М. БЕКЕТОВА

Г. І. Базецька, Н. В. Шокурова

КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ
З ДИСЦИПЛІНИ

УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

*(для студентів освітньо-кваліфікаційного рівня спеціаліст
спеціальності 7.03050401 – Економіка підприємства)*

Харків
ХНУМГ
2014

Базецька Г. І. Конспект лекцій з дисципліни «Управління капіталом»
(для студентів освітньо-кваліфікаційного рівня спеціаліст спеціальності
7.03050401 – Економіка підприємства) / Г. І. Базецька, Н. В. Шокурова;
Харк. нац. ун-т міськ. госп-ва ім. О. М. Бекетова. – Х. : ХНУМГ, 2014. – 56 с.

Автори: Г. І. Базецька, Н. В. Шокурова

Рецензент: д.е.н., проф. А. Є. Ачкасов

Рекомендовано кафедрою економіки підприємств міського господарства,
протокол № 9 від 17.05.2013 р.

© Г. І. Базецька, Н. В. Шокурова, 2014
© ХНУМГ ім. О. М. Бекетова, 2014

ЗМІСТ

ВСТУП	4
ТЕМА 1 КОНЦЕПТУАЛЬНІ, ІНФОРМАЦІЙНІ І МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ З УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА	5
1.1 Прийняття рішень з управління власним капіталом підприємства	5
1.2 Прийняття рішень з управління позиковим капіталом підприємства	7
ТЕМА 2 МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ	10
ТЕМА 3 ОЦІНКА ФІНАНСОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ ДІЯЛЬНОСТІ	13
3.1 Цілі, методи і зміст аналізу фінансових результатів діяльності підприємства	13
3.2 Динаміка і структура фінансових результатів діяльності підприємства та аналіз прибутку за чинниками	15
ТЕМА 4 ЦІНА КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА І УПРАВЛІННЯ ЙОГО СТРУКТУРОЮ	16
4.1 Методи оцінки вартості капіталу	16
4.2 Управління структурою капіталу підприємства	19
ТЕМА 5 УПРАВЛІННЯ ВЛАСНИМ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА	21
5.1 Склад і структура власного капіталу	21
5.2 Політика формування власного капіталу	24
5.3 Емісійна політика.....	26
5.4 Дивідендна політика	29
ТЕМА 6 УПРАВЛІННЯ ПОЗИКОВИМ КАПІТАЛОМ.....	30
6.1 Склад позикового капіталу та оцінка вартості його залучення.....	30
6.2 Формування позикового капіталу у формі облігаційних позик	31
6.3 Ефект фінансового важеля (левериджу) та його використання при управлінні позиковим капіталом	32
6.4 Організація процесу кредитування позичальника	33
ТЕМА 7 УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ ТА МЕНЕДЖМЕНТ	34
РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ	34
7.1 Управління ризиками.....	34
7.2 Інвестиційна політика підприємства.....	35
7.3 Управління реальними інвестиціями	36
ТЕМА 8 УПРАВЛІННЯ ОБОРОТНИМ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА	41
8.1 Поняття оборотних коштів та структура управління оборотним капіталом	41
8.2 Джерела формування оборотних коштів підприємства	43
8.3 Нормування оборотних коштів і показники ефективності їх вимірювання	45
ТЕМА 9 РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ ПІДПРИЄМСТВА ЯК СПОСІБ.....	49
ЗБІЛЬШЕННЯ ВАРТОСТІ.....	49
СПИСОК ДЖЕРЕЛ.....	54

ВСТУП

Капітал є одним з ключових понять фінансового менеджменту. З точки зору управління фінансами капітал – це загальна сума коштів у грошовій, матеріальній та нематеріальній формі, інвестована в активи (майно) організації.

Проблеми формування та використання капіталу досліджували вчені-економісти: І. Л. Бланк, І. Т. Балабанов, В. В. Ковалев, Т. В. Теплий, М. А. Федотов та ін. Серед сучасних іноземних дослідників слід відмітити роботи Е. Боді, Ю. Бригхема, Ван Хорна, Л. Гапспскі, Р. К. Мертон, Г. Маркова, С. Майерса, С. Росса, Р. Н. Холта, У. Ф. Шарпа і ін.

В результаті вкладення капіталу утворюється як основний так і оборотний капітал. В процесі функціонування оборотний капітал набуває форми оборотних активів, основний капітал – форму необоротних активів.

Капітал – багатство, що використовується для його власного збільшення (самозростання).

Інвестування капіталу у виробничо-торговий процес формує прибуток підприємства. Отримання прибутку на сьогодні – це результат правильних рішень про пропорції вкладення капіталу, прийняті до початку операційної діяльності підприємства. Від того, як використовується капітал, залежить величина прибутку підприємства, а, отже, і його подальший розвиток. Капітал бере участь в усіх процесах, будучи одним з основних питань управління на підприємстві. У зв'язку з цим, особливе значення набуває дослідження проблем, пов'язаних з підвищенням ефективності використання капіталу підприємства. Оскільки рух вартості ресурсів та їх кругообіг стають можливі тільки завдяки обслуговуванню цих процесів капіталом, накопичених шляхом заощаджень запасів економічних благ у формі грошових коштів і реальних капітальних вкладень, що залучаються його власниками в економічний процес як інвестиційний ресурс і чинник виробництва з метою отримання доходу, функціонування яких в економічній системі базується на ринкових принципах і пов'язане з чинниками часу, ризику і ліквідності.

ТЕМА 1 КОНЦЕПТУАЛЬНІ, ІНФОРМАЦІЙНІ І МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ З УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА

1.1 Прийняття рішень з управління власним капіталом підприємства

Управління капіталом – це сукупність цілеспрямованих методів, операцій, важелів, прийомів впливу на різноманітні види фінансів для досягнення певного результату.

Метою управління капіталом є задоволення потреб комерційної організації в фінансових ресурсах в обсязі, що забезпечує реалізацію параметрів бізнес-плану, при мінімізації витрат і ризику по їх залученню. Завданнями управління капіталом є наступні:

- забезпечення відповідності обсягу капіталу, який залучається величиною активів, що визначається відповідно зі стратегічними і тактичними завданнями розвитку комерційної організації;
- формування раціональної структури фінансових ресурсів з урахуванням мінімізації витрат по їх залученню при допустимому рівні ризику;
- ефективне використання капіталу в процесі всіх видів діяльності комерційної організації.

Рішення третьої задачі базується на визначенні ціни капіталу, яка розраховується як відношення витрат, пов'язаних із залученням і обслуговуванням капіталу, до його величини. Ціна капіталу визначається як в цілому (по всьому капіталу), так і по кожній складовій капіталу: власним і позиковим фінансовим ресурсам.

Ціна власного капіталу розраховується як відношення суми дивідендів за привілейованими і звичайними акціями до середньої за звітний період величини власного капіталу. У свою чергу, сума дивідендів за привілейованими і звичайними акціями розраховується як добуток величини дивіденду, оголошеної для виплати по відповідному виду акцій, на число акцій конкретного виду.

Прийняття фінансових рішень з управління власним капіталом пов'язане із збільшенням розміру власного капіталу.

Примноження власного капіталу підприємства пов'язано в першу чергу з управлінням формуванням його власних фінансових ресурсів. Основним завданням цього управління є забезпечення необхідного рівня самофінансування розвитку господарської діяльності підприємства в майбутньому періоді.

Управління формуванням власних фінансових ресурсів підприємства здійснюється за такими основними етапами:

1. Аналіз формування власних фінансових ресурсів підприємства у попередньому періоді. Метою такого аналізу є виявлення потенціалу формування власних фінансових ресурсів і його відповідності темпам розвитку підприємства.

На першій стадії аналізу вивчаються загальний обсяг формування власних фінансових ресурсів, відповідність темпів приросту власного капіталу темпам приросту активів і обсягу товарообігу підприємства, динаміка питомої ваги власних ресурсів у загальному обсязі формування фінансових ресурсів у передплановому періоді. Доцільно порівняти ці параметри за ряд періодів.

На другій стадії аналізу розглядаються джерела формування власних фінансових ресурсів. У першу чергу вивчається співвідношення зовнішніх і внутрішніх джерел формування власних фінансових ресурсів, а також вартість залучення власного капіталу з різних джерел.

На третій стадії аналізу оцінюється достатність власних фінансових ресурсів, сформованих на торговельному підприємстві у передплановому періоді.

2. Визначення загальної потреби у власних фінансових ресурсах. Ця потреба визначається за такою формулою:

$$P_{офр} = \frac{P_{\kappa} * U_{ск}}{100} - CK_{н} + P_{р}, \quad (1.1)$$

де $P_{офр}$ - загальна потреба у власних фінансових ресурсах підприємства в планованому періоді;

P_{κ} - загальна потреба в капіталі на кінець планового періоду;

$U_{ск}$ - планована питома вага власного капіталу в загальній його сумі;

$CK_{н}$ - сума власного капіталу на початок планованого періоду;

$P_{р}$ - сума прибутку, що спрямовується на споживання в плановому періоді.

3. Оцінка вартості залучення власного капіталу з різних джерел. Така оцінка проводиться в розрізі основних елементів власного капіталу, сформованого за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел. Результати такої оцінки є основою розробки управлінських рішень щодо вибору альтернативних джерел формування власних фінансових ресурсів, що забезпечують приріст власного капіталу підприємства.

4. Забезпечення максимального обсягу залучення власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел. До того, як звертатися до зовнішніх джерел формування власних фінансових ресурсів, повинні бути реалізовані всі можливості їх формування за рахунок внутрішніх джерел. Так як основними планованими внутрішніми джерелами формування власних фінансових ресурсів підприємства є сума чистого прибутку й амортизаційних відрахувань, то в першу чергу слід в процесі планування цих показників передбачити можливості їх росту за рахунок різних резервів.

5. Забезпечення необхідного обсягу залучення власних фінансових ресурсів із зовнішніх джерел. Обсяг залучення власних фінансових ресурсів із зовнішніх джерел покликаний забезпечити ту їх частину, яку не вдалося сформувати за рахунок внутрішніх джерел фінансування. Якщо сума залучених за рахунок внутрішніх джерел власних фінансових ресурсів цілком забезпечує загальну потребу в них у плановому періоді, то в залученні цих ресурсів за рахунок зовнішніх джерел немає необхідності.

6. Оптимізація співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування власних фінансових ресурсів. Процес цієї оптимізації ґрунтується на таких критеріях:

а) забезпеченні мінімальної сукупної вартості залучення власних фінансових ресурсів. Якщо вартість залучення власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел істотно перевищує плановану вартість залучення позикових засобів, то від такого формування власних ресурсів варто відмовитися;

б) забезпеченні збереження управління підприємством початковими його засновниками. Зростання додаткового пайового або акціонерного капіталу за рахунок сторонніх інвесторів може призвести до втрати такої керованості.

Ефективність розробленої політики формування власних фінансових ресурсів оцінюється за допомогою коефіцієнта самофінансування розвитку підприємства в майбутньому періоді.

Коефіцієнт самофінансування розвитку підприємства розраховується за такою формулою:

$$K_{сф} = \frac{СФР}{\Delta A + P_{сфр}}, \quad (1.2)$$

де $K_{сф}$ - коефіцієнт самофінансування майбутнього розвитку торговельного підприємства;

СФР - планований обсяг формування власних фінансових ресурсів;

ΔА - планований приріст активів підприємства;

П_{сфр} - планований обсяг витрачання власних фінансових ресурсів підприємства на цілі споживання.

Успішна реалізація розробленої політики формування власних фінансових ресурсів пов'язана з вирішенням наступних основних завдань:

- формуванням ефективної політики розподілу прибутку (дивідендної політики) підприємства;

- здійсненням додаткової емісії акцій або залучення додаткового пайового капіталу.

Основною метою розробки дивідендної політики є встановлення необхідної пропорційності між поточним споживанням прибутку власниками і майбутнім її ростом, який максимізує ринкову вартість торгового підприємства і забезпечує стратегічний його розвиток. Виходячи з цієї мети поняття дивідендної політики може бути сформульовано таким чином: дивідендна політика являє собою складову частину загальної політики управління прибутком, яка полягає в оптимізації пропорцій між споживаною і капіталізуємою її частинами з метою максимізації ринкової вартості підприємства. Сучасна теорія розглядає три підходи до формування дивідендної політики - «консервативний», «помірний» («компромісний») і «агресивний». Кожному з цих підходів відповідає певний тип дивідендної політики.

Залишкова політика дивідендних виплат припускає, що фонд виплати дивідендів утвориться після того, як за рахунок прибутку задоволена потреба у формуванні власних фінансових ресурсів, що забезпечують повною мірою реалізацію інвестиційних можливостей підприємства.

Політика стабільного розміру дивідендних виплат припускає виплату незмінної їх суми протягом тривалого періоду (при високих темпах інфляції сума дивідендних виплат коректується на індекс інфляції).

Політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди (або політика «екстра-дивіденду») за досить поширеній думці являє собою найбільш зважений її тип.

Політика стабільного рівня дивідендів передбачає встановлення довгострокового нормативного коефіцієнта дивідендних виплат щодо суми прибутку (або нормативу розподілу прибутку на споживану і капіталізуєму її частини).

Політика постійного зростання розміру дивідендів (здійснювана під девізом - «ніколи не знижуй річний дивіденд») передбачає стабільне зростання рівня дивідендних виплат у розрахунку на одну акцію.

Залучення власного капіталу із зовнішніх джерел шляхом додаткової емісії акцій є складним і дорогим процесом. Тому до даного джерела формування власних фінансових ресурсів слід вдаватися лише у вкрай обмежених випадках. З позиції фінансового менеджменту основною метою управління емісією акцій є залучення на фондовому ринку необхідного обсягу власних фінансових ресурсів в мінімально можливі терміни.

Процес управління емісією акцій будується по наступних основних етапах:

1. Дослідження можливостей ефективного розміщення передбачуваної емісії акцій.
2. Визначення цілей емісії.
3. Визначення обсягу емісії.
4. Визначення номіналу, видів і кількості емітованих акцій.
5. Оцінка вартості залученого акціонерного капіталу.

1.2 Прийняття рішень з управління позиковим капіталом підприємства

Поряд з власним капіталом підприємства в господарській діяльності змушені використовувати позикові кошти. Необхідність використання позикового капіталу пов'язана з тим, що він дозволяє істотно розширити масштаб господарської діяльності, забезпечити

більш ефективно використання власного капіталу, підвищити ринкову вартість організації. Орієнтація на використання останніх - зміст агресивної фінансової політики.

Позиковий капітал (ЗК) являє собою частину вартості майна організації, придбаного в рахунок зобов'язання повернути постачальнику, банку, іншому позикодавцю гроші або цінності, еквівалентні вартості такого майна.

У складі позиченого капіталу розрізняють короткострокові і довгострокові позикові кошти та кредиторську заборгованість (залучений капітал).

Довгострокові позикові кошти - кредити і позики, отримані організацією на період більше року, термін погашення яких настає не раніше ніж через рік, до них відносяться заборгованість по податковому кредиту; заборгованість за емітованими облігаціями; заборгованість за фінансовою допомогою, наданою на поворотній основі та інше. Кредити та позики, що залучаються на довгостроковій основі, спрямовуються на фінансування придбання майна тривалого використання.

Короткострокові позикові кошти - зобов'язання, термін погашення яких не перевищує року. Серед цих засобів слід виділити поточну кредиторську заборгованість, яка виникає в результаті комерційних та інших поточних розрахункових операцій. До неї належать: заборгованість персоналу по оплаті праці; заборгованість бюджету і позабюджетним фондам за обов'язковими платежами; аванси отримані; попередня оплата замовлень і продукції; заборгованість постачальникам і інші види заборгованості. Джерелами формування оборотних активів є короткострокові кредити і позики і кредиторська заборгованість.

Залучення позикових коштів - це досить поширена практика. З одного боку це фактор успішного функціонування підприємства, сприяючий швидкому подоланню дефіциту фінансових ресурсів і свідчить про довіру кредиторів, який забезпечує підвищення рентабельності власних коштів.

З іншого боку, підприємство обмінюється фінансовими зобов'язаннями (особливо якщо рівень відсотків за кредит високий).

Залучення позикових коштів широко практикується при агресивній політиці фінансування. Величина і ефективність використання позикових коштів - це одна з головних оціночних характеристик ефективності управлінських рішень. Господарючі суб'єкти, які використовують кредит, знаходяться в більш вигірному положенні, ніж підприємства, що спираються тільки на власний капітал. Незважаючи на платність кредиту, використання останнього забезпечує підвищення рентабельності підприємства.

Використання позикових коштів економічно виправдане тоді, коли воно підвищує рентабельність всієї діяльності капіталу, тобто коли прибутковість основної діяльності стає вище відсотків за позиками та кредитами.

Позиковий капітал відображається в четвертому і п'ятому розділах балансу. У четвертому розділі відображаються довгострокові позикові обставини. За цими зобов'язаннями термін погашення перевищує 12 місяців. У п'ятому розділі балансу фіксуються всі норми залученого та позикового капіталу з терміном погашення менше одного року.

Залучення позикових коштів має бути обґрунтованим, відповідати прийнятій фінансової стратегії підприємства. Тому позиковий капітал останнього - один із об'єктів фінансового менеджменту. Управління позиковим капіталом - одна з найважливіших функцій фінансового менеджменту.

Політика залучення позикових засобів повинна лежати в основі управління ними і об'єднувати всі окремі його процедури.

Дана політика здійснюється в наступній послідовності.

1. Аналіз сформованої практики залучення і використання позикових коштів, в результаті якого приймається рішення про доцільність застосування останніх в сформованих обсягах і формах.

2. Визначення цілей залучення позикових засобів у майбутньому періоді; при цьому можливими цілями можуть виступати:

- формування відсутніх обсягів інвестиційних ресурсів;
- поповнення постійної частини оборотних активів;
- забезпечення формування перемінної частини оборотних активів.

3. Визначення граничного обсягу запозичень у господарській діяльності, який визначається наступними факторами:

- ефектом фінансового левериджу;
- фінансовою стійкістю організації в довгостроковій перспективі з позицій самого господарюючого суб'єкта і можливих його кредиторів.

4. Оцінка вартості залучення позикового капіталу з різних джерел (зовнішніх і внутрішніх) і загальний розмір коштів, необхідних для обслуговування бажаного обсягу запозичень.

5. Визначення структури позикових засобів, що залучаються на короткостроковій і довгостроковій основі, і склад основних кредиторів; формування прийнятних умов залучення запозичень.

6. Забезпечення ефективного використання кредитів і своєчасних розрахунків по ним.

Ефективність управління позиковим капіталом повинна обов'язково оцінюватися, оскільки таким чином перевіряється ефективність політики управління позиковим капіталом і реалізації фінансової стратегії. Для цього можуть використовуватися показники рентабельності, оборотності, структури та динаміки позикового капіталу і т. д. Ефективність управління позиковим капіталом повинна постійно відслідковуватися з метою прийняття оперативних і своєчасних рішень.

Позиковий капітал характеризується такими позитивними особливостями як:

1. Забезпеченням росту фінансового потенціалу підприємства при необхідності суттєвого розширення його активів і зростання темпів росту обсягу його господарської діяльності.

2. Більш низькою вартістю в порівнянні з власним капіталом за рахунок забезпечення ефекту "податкового щита" (вилучення витрат по його обслуговуванню з оподаткованої бази при сплаті податку на прибуток).

3. Досить широкими можливостями залучення, особливо при високому кредитному рейтингу підприємства, наявності застави або гарантії поручителя.

4. Здатністю генерувати приріст фінансової рентабельності (коефіцієнта рентабельності власного капіталу).

Використання позикового капіталу має так само наступні недоліки:

1. Використання позикового капіталу генерує найбільш небезпечні фінансові ризики в господарській діяльності підприємства - ризик зниження фінансової стійкості і втрати платоспроможності. Рівень цих ризиків зростає пропорційно зростанню питомої ваги використання позикового капіталу.

2. Активи, сформовані за рахунок позикового капіталу, генерують меншу норму прибутку, яка знижується на суму виплачуваного позикового відсотка у всіх його формах (відсотка за банківський кредит; лізингової ставки; купонного відсотка по облігаціях; вексельного відсотка за товарний кредит і т.п.).

3. Висока залежність вартості позикового капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку. При зниженні середньої ставки позичкового відсотка на ринку, використання раніше отриманих кредитів (особливо на довгостроковій основі) стає підприємству не вигідним, у зв'язку з наявністю більш дешевих альтернативних джерел кредитних ресурсів.

4. Складність процедури залучення (особливо у великих розмірах). Так як надання кредитних ресурсів залежить від рішення інших господарюючих суб'єктів (кредиторів), вимагає в ряді випадків відповідних сторонніх гарантій або застави (при цьому гарантії

страхових компаній, банків або інших господарюючих суб'єктів надаються, як правило, на платній основі).

Підприємство, що використовує позиковий капітал, має більш високий фінансовий потенціал свого розвитку за рахунок формування додаткового обсягу активів і можливості приросту фінансової рентабельності діяльності. Проте більшою мірою генерує фінансовий ризик і загрозу банкрутства (зростаючи в міру збільшення питомої ваги позикових коштів у загальній сумі використовуваного капіталу).

ТЕМА 2 МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ

Рівень ефективності господарської діяльності підприємства багато в чому визначається цілеспрямованим формуванням його капіталу. Основною метою формування капіталу підприємства є задоволення потреби у придбанні необхідних активів і оптимізація його структури з позицій забезпечення умов ефективного його використання. З урахуванням цієї мети процес формування капіталу підприємства будується на основі таких принципів (рис. 2.1).

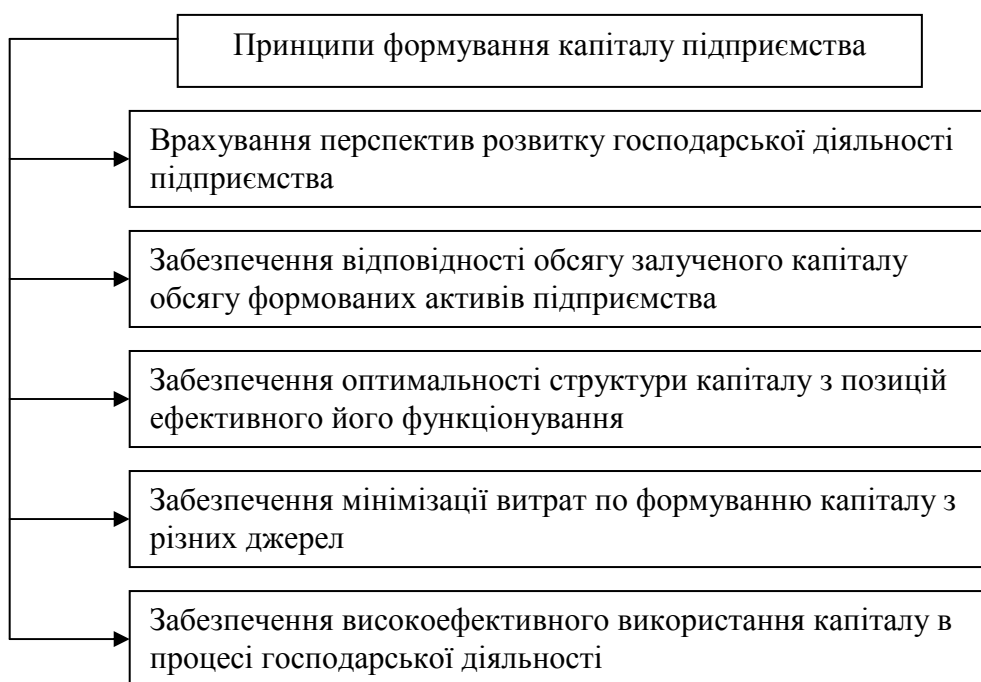


Рисунок 2.1 – Основні принципи формування капіталу підприємства

1. Врахування перспектив розвитку господарської діяльності підприємства. Процес формування обсягу і структури капіталу підпорядкований завданням забезпечення його господарської діяльності не тільки на початковій стадії функціонування підприємства, але і в найближчій перспективі. Забезпечення цієї перспективності формування капіталу підприємства досягається шляхом включення всіх розрахунків, пов'язаних з його формуванням, у бізнес-план проекту створення нового підприємства.

2. Забезпечення відповідності обсягу залученого капіталу обсягом формованих активів підприємства. Загальна потреба в капіталі підприємства базується на його потребі в оборотних і необоротних активах. Ця загальна потреба в капіталі, необхідному для створення нового підприємства, включає дві групи майбутніх витрат: 1) передстартові витрати: 2) стартовий капітал.

Передстартові витрати по створенню нового підприємства являють собою відносно невеликі суми фінансових коштів, необхідні для розробки бізнес-плану та фінансування пов'язаних з цим досліджень. Ці витрати носять разовий характер і хоча вимагають певних витрат капіталу, в складі загальної потреби в ньому зазвичай займають незначну частку. Стартовий капітал призначений для безпосереднього формування активів нового

підприємства з метою початку його господарської діяльності (подальше нарощення капіталу розглядається як форма розширення діяльності підприємства і пов'язане з формуванням додаткових фінансових ресурсів).

При визначенні загальної потреби в капіталі новостворюваного підприємства використовуються зазвичай два основні методи:

Прямий метод розрахунку загальної потреби в капіталі ґрунтується на визначенні необхідної суми активів, що дозволяють новому підприємству розпочати господарську діяльність. Цей метод розрахунку виходить з алгоритму: загальна сума активів дорівнює загальній сумі інвестованого капіталу. Тому розрахунок загальної потреби в активах дозволяє отримати уявлення про загальної потреби в капіталі для створення нового підприємства. Так як розрахунок потреби в активах створюваного підприємства здійснюється в трьох варіантах (мінімально необхідна сума активів; необхідна сума активів, що забезпечує достатні розміри страхових запасів по окремих їх видах; максимально необхідна сума активів), він дозволяє диференціювати і загальну потребу в капіталі нового підприємства в межах від мінімальної до максимальної.

Непрямий метод розрахунку загальної потреби в капіталі ґрунтується на використанні показника «капіталоємність продукції». Цей показник дає уявлення про те, який розмір капіталу використовується в розрахунку на одиницю виробленої (або реалізованої) продукції. Він розраховується в розрізі галузей та підгалузей економіки шляхом ділення загальної суми використовуваного капіталу (власного і позикового) на загальний обсяг виробленої (реалізованої) продукції. При цьому загальна сума використовуваного капіталу визначається як середня в даному періоді.

Використання непрямого методу розрахунку загальної потреби в капіталі для створення нового підприємства здійснюється лише на попередніх етапах до розробки бізнес-плану. Цей метод дає лише приблизну оцінку потреби в капіталі, оскільки показник середньогалузевої капіталомісткості продукції суттєво коливається в розрізі підприємств під впливом окремих факторів. Основними з таких факторів є: а) розмір підприємства; б) стадія життєвого циклу підприємства; в) прогресивність технології; г) прогресивність використовуваного обладнання; д) ступінь фізичного зносу обладнання; е) рівень використання виробничої потужності підприємства та ряд інших. Тому більш точну оцінку потреби в капіталі для створення нового підприємства при використанні цього методу розрахунку можна отримати в тому випадку, якщо для обчислення буде застосовано показник капіталомісткості продукції на діючих підприємствах-аналогах (з урахуванням перерахованих вище факторів).

Розрахунок загальної потреби в капіталі новостворюваного підприємства на основі показника капіталомісткості продукції здійснюється за наступною формулою:

$$P_k = K_p * OP + ПРК, \quad (2.1)$$

де P_k - загальна потреба в капіталі для створення нового підприємства;

K_p - показник капіталомісткості продукції (середньогалузевий або аналоговий);

OP - планований річний обсяг виробництва продукції;

$ПРК$ - передстартові витрати та інші одноразові витрати капіталу, пов'язані зі створенням нового підприємства.

3. Забезпечення оптимальності структури капіталу з позицій ефективного його функціонування. Умови формування високих кінцевих результатів діяльності підприємства в значній мірі залежать від структури використовуваного капіталу.

Структура капіталу являє собою співвідношення власних і позикових фінансових засобів, що використовуються підприємством в процесі своєї господарської діяльності. Структура капіталу, що використовується підприємством, визначає багато аспектів не тільки фінансової, але також операційної та інвестиційної його діяльності, робить активний вплив

на кінцеві результати цієї діяльності. Вона впливає на коефіцієнт рентабельності активів і власного капіталу (тобто на рівень економічної та фінансової рентабельності підприємства), визначає систему коефіцієнтів фінансової стійкості та платоспроможності (тобто рівень основних фінансових ризиків) і в кінцевому рахунку формує співвідношення прибутковості і ризику в процесі розвитку підприємства.

Формування структури капіталу нерозривно пов'язане з урахуванням особливостей кожної з його складових частин.

Власний капітал характеризується наступними основними позитивними особливостями:

1. Простотою залучення, так як рішення, пов'язані зі збільшенням власного капіталу (особливо за рахунок внутрішніх джерел його формування) приймаються власниками і менеджерами підприємства без необхідності отримання згоди інших господарюючих суб'єктів.

2. Більш високою здатністю генерування прибутку у всіх сферах діяльності, тому при його використанні не потрібно сплата позичкового відсотка в усіх його формах.

3. Забезпеченням фінансової стійкості розвитку підприємства, його платоспроможності в довгостроковому періоді, а відповідно і зниженням ризику банкрутства.

Разом з тим, йому притаманні такі недоліки:

1. Обмеженість обсягу залучення, а отже і можливостей істотного розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства в періоди сприятливої кон'юнктури ринку і на окремих етапах його життєвого циклу.

2. Висока вартість у порівнянні з альтернативними позиковими джерелами формування капіталу.

3. Невживана можливість приросту коефіцієнта рентабельності власного капіталу за рахунок залучення позикових фінансових коштів, так як без такого залучення неможливо забезпечити перевищення коефіцієнту фінансової рентабельності діяльності підприємства над економічною.

Таким чином, підприємство, що використовує тільки власний капітал, має найвищу фінансову стійкість (його коефіцієнт автономії дорівнює одиниці), але обмежує темпи свого розвитку (так як не може забезпечити формування необхідного додаткового обсягу активів в періоди сприятливої кон'юнктури ринку) і не використовує фінансові можливості приросту прибутку на вкладений капітал.

Позиковий капітал характеризується такими позитивними особливостями:

1. Досить широкими можливостями залучення, особливо при високому кредитному рейтингу підприємства, наявності застави або гарантії поручителя.

2. Забезпеченням росту фінансового потенціалу підприємства при необхідності суттєвого розширення його активів і зростання темпів росту обсягу його господарської діяльності.

3. Більш низькою вартістю в порівнянні з власним капіталом за рахунок забезпечення ефекту "податкового щита" (вилучення витрат по його обслуговуванню з оподаткованої бази при сплаті податку на прибуток).

4. Здатністю генерувати приріст фінансової рентабельності (коефіцієнта рентабельності власного капіталу).

У той же час використання позикового капіталу має наступні недоліки:

1. Використання цього капіталу генерує найбільш небезпечні фінансові ризики в господарській діяльності підприємства - ризик зниження фінансової стійкості і втрати платоспроможності. Рівень цих ризиків зростає пропорційно зростанню питомої ваги використання позикового капіталу.

2. Активи, сформовані за рахунок позикового капіталу, генерують меншу (при інших рівних умовах) норму прибутку, яка знижується на суму виплачуваного позикового відсотка

у всіх його формах (відсотка за банківський кредит; лізингової ставки; купонного відсотка по облігаціях; вексельного відсотка за товарний кредит і т.п.).

3. Висока залежність вартості позикового капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку. У ряді випадків при зниженні середньої ставки позичкового відсотка на ринку використання раніше отриманих кредитів (особливо на довгостроковій основі) стає підприємству не вигідним у зв'язку з наявністю більш дешевих альтернативних джерел кредитних ресурсів.

4. Складність процедури залучення (особливо у великих розмірах), так як надання кредитних коштів залежить від рішення інших господарюючих суб'єктів (кредиторів), вимагає в ряді випадків відповідних сторонніх гарантій або застави (при цьому гарантії страхових компаній, банків або інших господарюючих суб'єктів надаються, як правило, на платній основі).

Таким чином, підприємство, що використовує позиковий капітал, має більш високий фінансовий потенціал свого розвитку (за рахунок формування додаткового обсягу активів) і можливості приросту фінансової рентабельності діяльності, однак більшою мірою генерує фінансовий ризик і загрозу банкрутства (зростаючі в міру збільшення питомої ваги позикових коштів в загальній сумі використовуваного капіталу).

5. Забезпечення мінімізації витрат по формуванню капіталу з різних джерел. Така мінімізація здійснюється у процесі управління вартістю капіталу, механізм якого докладно розглядається в наступному розділі.

6. Забезпечення високоефективного використання капіталу в процесі його господарської діяльності. Реалізація цього принципу забезпечується шляхом максимізації показника рентабельності власного капіталу при прийнятному для підприємства рівні фінансового ризику.

ТЕМА 3 ОЦІНКА ФІНАНСОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ ДІЯЛЬНОСТІ

3.1 Цілі, методи і зміст аналізу фінансових результатів діяльності підприємства

Основною метою фінансового аналізу є отримання невеликого числа ключових параметрів, що дають об'єктивну і точну картину фінансового стану підприємства, його прибутків і збитків, змін у структурі активів і пасивів, у розрахунках з дебіторами і кредиторами. При цьому аналітика і менеджера може цікавити як поточний фінансовий стан підприємства, так і його проєкція на найближчу або більш віддалену перспективу, тобто очікувані параметри фінансового стану.

Цілі аналізу досягаються в результаті вирішення певного взаємозалежного набору аналітичних задач. Аналітична задача являє собою конкретизацію цілей аналізу з обліком організаційних, інформаційних, технічних і методичних можливостей проведення аналізу.

Оцінка фінансової діяльності підприємства здійснюється на основі бухгалтерської звітності.

Основний принцип аналітичного читання фінансових звітів - це дедуктивний метод, тобто від загального до приватного. Але він повинен застосовуватися багаторазово. У ході такого аналізу як би відтворюється історична і логічна послідовність господарських факторів і подій, спрямованість і сила впливу їх на результати діяльності.

Практика фінансового аналізу виробила основні правила читання (методику аналізу) фінансових звітів.

Серед них можна виділити 6 основних методів:

- горизонтальний аналіз - порівняння кожної позиції звітності з попереднім періодом;
- вертикальний аналіз - визначення структури підсумкових фінансових показників з виявленням впливу кожної позиції звітності на результат у цілому;
- трендовий аналіз - порівняння кожної позиції звітності з рядом попередніх періодів і визначення тренда, тобто основної тенденції динаміки показника, очищеної від випадкових

впливів і індивідуальних особливостей окремих періодів. За допомогою тренда формують можливі значення показників у майбутньому, а отже, ведеться перспективний прогностичний аналіз;

- аналіз відносних показників - розрахунок відносин між окремими позиціями звіту або позиціями різних форм звітності, визначення взаємозв'язків показників;

- порівняльний аналіз - це як внутрішньогосподарський аналіз зведених показників звітності за окремими показниками фірми, дочірніх фірм, підрозділів, так і міжгосподарський аналіз показників даної фірми з показниками конкурентів, з середньогалузевими і середніми господарськими даними;

- факторний аналіз - аналіз впливу окремих факторів на результативний показник за допомогою детермінованих чи стохастичних прийомів дослідження. Причому факторний аналіз може бути як прямим, коли результативний показник дроблять на складові частини, так і зворотним (синтез), коли його окремі елементи з'єднують у загальний результативний показник.

Фінансовий аналіз є частиною загального, повного аналізу господарської діяльності, який складається з двох тісно взаємозалежних розділів: фінансового аналізу і виробничого управлінського аналізу.

Фінансовий аналіз підрозділяється на зовнішній і внутрішній.

Особливостями зовнішнього фінансового аналізу є:

- множинність суб'єктів аналізу, користувачів інформації про діяльність підприємства;
- різноманітність цілей і інтересів суб'єктів аналізу;
- наявність типових методик аналізу, стандартів обліку та звітності;
- орієнтація аналізу тільки на публічну, зовнішню звітність підприємства;
- обмеженість задач аналізу як наслідок попереднього фактора;
- максимальна відкритість результатів аналізу для користувачів інформації про діяльність підприємства.

Фінансовий аналіз, що ґрунтується на даних тільки бухгалтерської звітності, здобуває характер зовнішнього аналізу, проведеного за межами підприємства його зацікавленими контрагентами, власниками або державними органами. Цей аналіз не дозволяє розкрити всіх секретів успіху фірми.

Основний зміст зовнішнього фінансового аналізу, здійснюваного партнерами підприємства, за даними публічної фінансової звітності, складають:

- Аналіз абсолютних показників прибутку;
- Аналіз відносних показників рентабельності;
- Аналіз фінансового стану, ринкової стійкості, ліквідності балансу, платоспроможності підприємства;
- Аналіз ефективності використання позикового капіталу;
- Економічна діагностика фінансового стану підприємства і рейтингова оцінка емітентів.

Існує різноманітна економічна інформація про діяльність підприємств і безліч способів аналізу цієї діяльності. Фінансовий аналіз за даними фінансової звітності називають класичним способом аналізу. Внутрішньогосподарський фінансовий аналіз використовує як джерело інформації й інші дані системного бухгалтерського обліку, дані про технічну підготовку виробництва, нормативну і планову інформацію та ін

Основний зміст внутрішньогосподарського фінансового аналізу може бути доповнено й іншими аспектами, що мають значення для оптимізації управління, наприклад такими, як аналіз ефективності авансування капіталу, аналіз взаємозв'язку витрат, обороту і прибутку. У системі внутрішньогосподарського управлінського аналізу є можливість поглиблення фінансового аналізу за рахунок залучення даних управлінського виробничого обліку, іншими словами, є можливість проведення комплексного економічного аналізу і оцінки ефективності господарської діяльності.

Особливостями управлінського аналізу є:

- орієнтація результатів аналізу на своє керівництво;
- використання всіх джерел інформації для аналізу;
- відсутність регламентації аналізу з боку;
- комплектність аналізу, вивчення всіх сторін діяльності підприємства;
- інтеграція обліку, аналізу, планування і прийняття рішення;
- максимальна закритість результатів аналізу з метою збереження комерційної таємниці.

3.2 Динаміка і структура фінансових результатів діяльності підприємства та аналіз прибутку за чинниками

Фінансові результати діяльності підприємства знаходять відображення в системі показників. Велика кількість показників, що характеризують фінансові результати діяльності підприємства, створює методичні труднощі їх системного розгляду. Відмінності в призначенні показників ускладнюють вибір кожним учасником товарного обміну тих з них, які найбільшою мірою задовольняють його потреби в інформації про реальний стан даного підприємства. Наприклад, адміністрацію підприємства цікавить маса отриманого прибутку і її структура, чинники, які впливають на її величину. Податкові інспекції зацікавлені в отриманні достовірної інформації про всіх доданків валового прибутку: прибутку від реалізації продукції, прибутку від реалізації майна, позареалізаційних результатах діяльності підприємства та ін. Аналіз кожного доданка прибутку підприємства має не абстрактний, а цілком конкретний характер, тому що дозволяє засновникам і акціонерам вибрати значимі напрямки активізації діяльності підприємства. Іншим учасникам ринкових відносин аналіз прибутку дозволяє виробити необхідну стратегію поведінки, спрямовану на мінімізацію втрат і фінансового ризику від вкладень в дане підприємство.

Аналіз фінансових результатів діяльності підприємства включає в якості обов'язкових елементів дослідження, по-перше, змін кожного показника за поточний аналізований період; по-друге, дослідження структури відповідних показників і їх змін; по-третє, вивчення хоча б у самому узагальненому вигляді динаміки змін показників фінансових результатів за ряд звітних періодів.

Фінансовим результатом основної діяльності підприємства є валовий прибуток (валовий збиток), що визначається шляхом вирахування з чистого доходу від реалізації продукції собівартості реалізованої продукції.

Пофакторний аналіз валового прибутку підприємства здійснюють на основі вивчення наступних моделей:

1. Модель вплив зміни обсягу реалізованої продукції на розмір валового прибутку:

$$\Delta ВП_о = ВП_п \cdot \left(\frac{ЧВ_{фп}}{ЧВ_п} - 1 \right), \quad (3.1)$$

де $\Delta ВП_о$ - зміна валового прибутку під впливом змін фізичного обсягу реалізованої продукції;

$ЧВ_{фп}$ - Чистий виторг від реалізації фактичного обсягу в перерахунку на планові ціни;

2. Вплив зміни собівартості реалізованої продукції вивчається за формулою:

$$\Delta ВП_C = C_{\phi\Pi} - C_{\phi} , \quad (3.2)$$

де $C_{\phi\Pi}$ - планова собівартість фактично реалізованої продукції.

Вплив зміни оптових цін на продукцію вивчається за формулою:

$$\Delta ВП_{\text{ц}} = ЧВ_{\phi} - ЧВ_{\phi\Pi} \quad (3.3)$$

3. Вплив зміни асортименту продукції вивчається за формулою:

$$\Delta ВП_A = (C_{\Pi} - C_{\phi\Pi}) - (ЧВ_{\Pi} - ЧВ_{\phi\Pi}) \cdot \left(1 - \frac{ВП_{\Pi}}{ЧВ_{\Pi}}\right) \quad (3.4)$$

ТЕМА 4 ЦІНА КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА І УПРАВЛІННЯ ЙОГО СТРУКТУРОЮ

4.1 Методи оцінки вартості капіталу

Переважна більшість підприємств використовує змішані форми фінансування своєї діяльності шляхом залучення як власного, так і позикового капіталу. У зв'язку з цим розглянемо систему методів оцінки вартості капіталу підприємства.

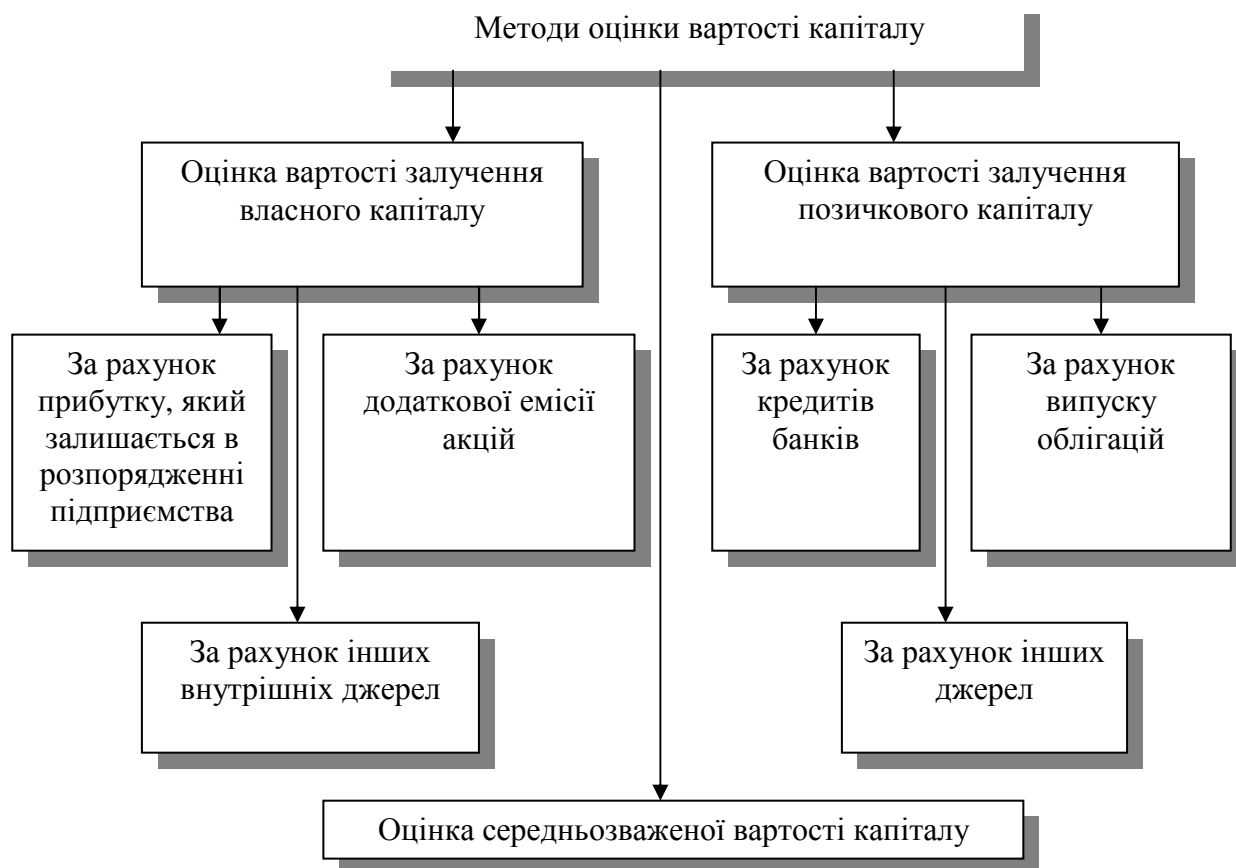


Рисунок 4.1 – Система методів оцінки вартості капіталу підприємства

Оцінка вартості залучення власного капіталу.

Оцінка вартості залучення власного капіталу за рахунок прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства, здійснюється в три етапи.

На першому етапі визначається очікуваний розмір чистого прибутку підприємства.

На другому етапі визначається, яка частина очікуваного прибутку підприємства може бути спрямована на його виробничий розвиток. У цих цілях із загальної суми чистого прибутку слід відняти ту її частину, яка спрямовується на споживання і в резервний фонд.

На третьому етапі визначається показник вартості залучення власного капіталу за рахунок прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства:

$$СК_n = \frac{Пр * 100}{Ка}, \quad (4.1)$$

де $СК_n$ - вартість залучення власного капіталу за рахунок прибутку залишається в розпорядженні підприємства,%;

$Пр$ - сума прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства;

$Ка$ - сума власного капіталу.

З формули видно, що вартість залучення власного капіталу за рахунок прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства, показує норму цієї частини прибутку на капітал. Чим вищий цей показник, тим вище будуть темпи приросту ринкової вартості підприємства (або його акцій) у майбутньому періоді. Однак цей приріст досягається за рахунок скорочення частки прибутку, що спрямовується на споживання в поточному періоді.

Оцінка вартості залучення власного капіталу за рахунок додаткової емісії акцій здійснюється за такими етапами.

На першому етапі визначається розмір дивідендів, який передбачається до виплати акціонерам у розрахунку на одну просту акцію після закінчення першого року.

На другому етапі майбутній розмір дивідендів наводиться шляхом дисконтування до справжньої вартості (тобто визначається поточна вартість майбутніх дивідендів).

На третьому етапі справжня вартість майбутніх дивідендів зіставляється з ціною акції.

$$СК_e = \frac{(Дн + Р) * 100}{ЦА}, \quad (4.2)$$

де $СК_e$ - вартість залучення власного капіталу за рахунок додаткової емісії акцій,%;

$Дн$ - справжня вартість (дисконтована) виплати дивідендів на одну акцію після закінчення першого року;

$Р$ - витрати по емісії в розрахунку на одну акцію;

$ЦА$ - ціна однієї простої акції при їх додатковій емісії.

Якщо підприємство намічає проводити політику постійного збільшення дивідендів по мірі свого розвитку, то формула оцінки вартості залучення капіталу набуває вигляду:

$$СК = \frac{Дн * 100}{ЦА} + Тд, \quad (4.3)$$

де $Тд$ - темп щорічного приросту дивідендів в прогнозованому періоді,%.

Оцінка вартості залучення власного капіталу за рахунок інших внутрішніх джерел залежить від виду цих джерел, але принципово являє собою витрати по залученню власного капіталу, виражені в% до притягнутого капіталу.

Оцінка вартості залучення позикового капіталу.

Оцінка вартості залучення позикового капіталу, за рахунок кредитів банку, здійснюється за такими етапами:

На першому етапі, виходячи з кон'юнктури грошового ринку, прогнозується ставка відсотка, за якою можливе залучення банківського кредиту.

На другому етапі, визначається сума економії податкових платежів, яка буде отримана за рахунок використання кредитних ресурсів. (Економія виникає у зв'язку з тим, що на суму виплачуваних банку відсотків зменшується розмір оподатковуваного прибутку).

На третьому етапі проводиться розрахунок вартості залучення капіталу за рахунок кредитів банку.

$$CK_6 = \frac{Cn - (Cn * Hn)}{K6}, \quad (4.4)$$

де CK_6 - вартість залучення позикового капіталу за рахунок кредитів банку;

Cn - сума сплачуваних банку відсотків за кредит;

Hn - ставка податку на прибуток;

$K6$ - сума залученого банківського кредиту.

Вартість залучення позикового капіталу за рахунок випуску облігацій здійснюється за такими етапами.

На першому етапі визначається купонна ставка, тобто ставка відсотка, за якою виплачується купонний дохід власникам облігацій.

На другому етапі визначається сума витрат пов'язаних з емісією облігацій.

На третьому етапі визначається сума економії податкових платежів, яка буде отримана при виплаті купонного доходу.

На четвертому етапі проводиться розрахунок залучення капіталу за рахунок випуску облігацій.

$$CK_o = \frac{Ck + Ce - (Ck * Hn)}{Eo}, \quad (4.5)$$

де CK_o - вартість залучення позикового капіталу за рахунок випуску облігацій;

Ck - сума виплачуваного купонного винагороди власникам облігацій;

Ce - сума витрат підприємства, пов'язаних з випуском облігацій;

Hn - ставка податку на прибуток;

Eo - сума емісії облігацій.

Оцінка вартості залучення позикового капіталу за рахунок інших джерел розраховується аналогічно і являє собою виражені у відсотках до притягається позикового капіталу витрати на його залучення та обслуговування боргу.

Середньозважена вартість капіталу

Залучаючи капітал з різних джерел, фінансові менеджери намагаються оптимізувати структуру капіталу, щоб зменшити середньозважену ціну капіталу (СС) - середню плату, відсоток, підприємства за всі джерела фінансування.

Цей показник відбиває сформований на підприємстві мінімум повернення на вкладений у його діяльність капітал, його рентабельність і розраховується за формулою:

$$CC = Цск * Кск + Цзк * Кзк, \quad (4.6)$$

де $Цск$ - вартість власного капіталу;

$Кск$ - питома вага власного капіталу в усьому капіталі;

$Цзк$ - вартість позикового капіталу;

$Кзк$ - питома вага позикового капіталу у всьому капіталі.

$$K_{ск} = \frac{СКср}{ВБср}, \quad (4.7)$$

де $СКср$ - середня величина власного капіталу;

$ВБср$ - середня величина майна підприємства (баланс).

$$K_{зк} = \frac{3K_{ср}}{ВБ_{ср}}, \quad (4.8)$$

де $3K_{ср}$ - середня величина позикового капіталу;
 $ВБ_{ср}$ - середня величина майна підприємства (баланс)

Для зниження середньозваженої вартості капіталу можна використовувати такі прийоми, як зменшення або тимчасова відмова від виплати дивідендів, виплата дивідендів акціями, залучення додаткової кредиторської заборгованості відповідно до договорів про постачання товарів (якщо це не загрожує значним зниженням показників ліквідності підприємства), отримання кредитів на пільгових умовах під пріоритетні інвестиційні програми.

4.2 Управління структурою капіталу підприємства

Теорія структури капіталу базується на порівнянні витрат на залучення власного і позикового капіталу і ступеня впливу різних комбінованих варіантів фінансування на ринкову оцінку.

Теорії структури капіталу.

1. Статичні (пошук оптимальної структури і проходження їй):

- Традиційний підхід;
- Теорія ММ, модель з урахуванням податків;
- Компромісний підхід.

2. Динамічні (допускають відхилення від цільової структури капіталу в конкретний момент часу і визначають оптимум як тимчасовий ряд). Приклад - сигнальна модель (теорія асиметричності інформації Майерса). Найбільшу популярність і застосування у світовій практиці отримали статичні теорії структури капіталу, обґрунтовують існування оптимальної структури, яка максимізує оцінку капіталу. Ці теорії рекомендують прийняття рішень про вибір джерел фінансування (власні або позикові кошти) будувати виходячи з оптимальної структури капіталу. Якщо оптимальна структура визначена, то досягнення цієї пропорції в елементах капіталу має стати метою керівництва і в цій пропорції слід збільшувати капітал.

У статичному підході існують дві альтернативні теорії структури капіталу, що пояснюють вплив залучення позикового капіталу на вартість використовуваного капіталу і відповідно на поточну ринкову оцінку активів корпорації (V): 1) традиційна теорія, 2) теорія Міллера-Модільяні.

В даний час найбільше визнання отримала компромісна теорія структури капіталу (оптимальна структура знаходиться як компроміс між податковими перевагами залучення позикового капіталу і витратами банкрутства), яка не дозволяє для конкретної корпорації розрахувати найкраще поєднання власного і позикового капіталу, але формулює загальні рекомендації при прийнятті рішень.

Динамічні моделі враховують постійний потік інформації, який отримує ринок по даній корпорації. Розглядається більша кількість інструментів прийняття рішень. Управління джерелами фінансування не зводиться до встановлення цільової структури капіталу, так як включає вибір між короткостроковими і довгостроковими джерелами та управління власними джерелами (прийняття рішень по структурі власного капіталу).

Теорія структури капіталу виходить з твердження, що ціна фірми V складається з поточної ринкової ціни власного капіталу S (поточної оцінки (PV) майбутніх грошових потоків власникам власного капіталу) і поточної ринкової ціни позикового капіталу (PV майбутніх потоків власникам позикового капіталу): $V = S + D$. Коефіцієнт довгострокової заборгованості може розраховуватися:

- 1) як частка позикового капіталу в загальному капіталі корпорації по ринковій оцінці D / V ;
- 2) як співвідношення власного і позикового капіталів за ринковою оцінкою D / S .

Так як балансові оцінки акціонерного капіталу часто не відображають «істинну» величину капіталу, то використання їх у прийнятті рішень щодо структури капіталу неприпустиме.

Традиційний підхід. До робіт Міллера-Модільяні з теорії структури капіталу (до 1958 року) існував підхід, заснований на аналізі фінансових рішень. Практика показувала, що зі зростанням частки позикових коштів до деякого рівня вартість власного капіталу не змінювалася, а потім збільшувалася зростаючими темпами. Вартість позикового капіталу незалежно від його величини нижче вартості власного капіталу через меншого ризику: $k_d < k_s$ (k_d - ризик використання позикового капіталу; k_s - ризик використання власного капіталу). При невеликому збільшенні частки позикових коштів вартість позикового капіталу незмінна або навіть знижується (позитивна оцінка корпорації приваблює інвесторів і більший позикую обходиться дешевше), а починаючи з деякого рівня D^* / V вартість позикового капіталу зростає.

Так як середньозважена вартість капіталу визначається з вартості власного і позикового капіталу і їх ваг ($WACC = k_d D / V + k_s (VD) / V$), то із збільшенням коефіцієнта заборгованості $WACC$ до певного рівня D^* знижується, а потім починає зростати.

Традиційний підхід передбачає, що корпорація, що має позиковий капітал (до певного рівня), ринково оцінюється вище, ніж фірма без позикових коштів довгострокового фінансування. Теорія Модільяні-Міллера. Дана модель передбачає наявність наступних припущень, що на ринку:

- 1) інвестори поведуться раціонально і однаково інформовано;
- 2) надання і одержання боргу відбувається за безризиковою ставкою;
- 3) не існує відмінностей між корпоративним та персональним запозиченням;
- 4) відсутній оподаткування прибутку.

Ці вчені довели, що при вказаних обставинах вартість фірми і середньозважена вартість капіталу не залежить від фінансового важеля. Тобто разом із зростанням фінансового важеля вартість капіталу фірми зростає таким чином, що повністю нейтралізує ефект від збільшення питомої ваги позикового капіталу. Пізніше Модільяні і Міллер модифікували свою теорію, ввівши в неї можливість оподаткування прибутку. Враховуючи, що відсотки по боргу виплачуються в більшості країн до податку на прибуток, використання позикового капіталу дає можливість компанії одержати економію на цьому податку. Це дозволяє підвищити чисті грошові потоки компанії і відповідно підвищує ринкову вартість самої компанії як наведену вартість її грошових потоків:

$$V = V_0 + D * T, \quad (4.9)$$

де V - вартість компанії, що використовує позиковий капітал у сумі D (ричагові компанії);

V_0 - вартість тієї ж компанії за умови фінансування повністю за рахунок власного капіталу (неричагової компанії);

T - ставка податку на прибуток.

Вартість власного капіталу ричагові компанії (K_e) зростає із збільшенням фінансового важеля. Однак через звільнення відсотків по боргу від податку на прибуток цього зростання K_e не досить, щоб компенсувати падіння середньозваженої вартості капіталу, викликаного збільшенням частки відносно дешевих позикових коштів у структурі компанії. В результаті $WACC$ ричагові компанії виявляється нижче, ніж аналогічний показник без ричагові компанії:

$$WACC = K_{e0} * (1 - (D * T) / (E + D)), \quad (4.10)$$

де $WACC$ - середньозважена вартість капіталу ричагові компанії;

K_{e0} - вартість капіталу безричагової компанії;

E, D - відповідно величина власного і позикового капіталу ричагові компанії.

Компромісний підхід. Оптимальна структура капіталу за компромісною моделлю визначається співвідношенням вигод від податкового щита (можливості включення плати за позиковий капітал в собівартість) та збитків від можливого банкрутства. Введення в розгляд витрат по організації додаткового залучення позикового капіталу і витрат можливого банкрутства при великому фінансовому важелі змінює поведінку кривих вартості капіталу при збільшенні позикового фінансування. З ростом фінансового важеля вартість позикового і акціонерного капіталу зростає.

Сучасні теорії структури капіталу формують досить великий методичний інструментарій оптимізації цього показника на кожному конкретному підприємстві.

Основними критеріями такої оптимізації виступають:

- Прийнятний рівень дохідності та ризику в діяльності підприємства;
- Мінімізація середньозваженої вартості капіталу підприємства;
- Максимізація ринкової вартості підприємства.

Пріоритет конкретних критеріїв оптимізації структури капіталу підприємство визначає самостійно. Виходячи з цього, можна зробити висновок: не існує єдиної оптимальної структури капіталу не тільки для різних підприємств, але навіть і для одного підприємства на різних стадіях його розвитку.

ТЕМА 5 УПРАВЛІННЯ ВЛАСНИМ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА

5.1 Склад і структура власного капіталу

Основу фінансового потенціалу підприємства становить власний капітал, що включає:

- статутний капітал;
- власні акції (паї), що викуплені акціонерним товариством у їх власників для подальшого анулювання чи перепродажу;
- резервний капітал;
- додатковий капітал;
- нерозподілений прибуток (непокритий збиток);
- кошти цільового фінансування.

Статутний капітал - зафіксований у статуті акціонерного товариства його вихідний, початковий капітал в грошовому вимірі, утворений за рахунок виручки від продажу акцій, приватних вкладень засновників, державних вкладень.

Статутний капітал - це мінімальна кількість грошових коштів, яке повинно відображатися як вкладений капітал, і його розмір, як правило, дорівнює номінальній або оголошеній вартості випущених акцій. Статутний капітал - це частина власного капіталу компанії.

Таким чином, статутний капітал являє собою сукупність вкладів (що розраховуються в грошовому вираженні) акціонерів у майно при створенні підприємства для забезпечення його діяльності в розмірах, визначених установчими документами. В силу своєї стійкості статутний капітал покриває, як правило, найбільш неліквідні активи, такі, як оренда землі, вартість будівель, споруд, обладнання.

Зміст категорії «статутний капітал» залежить від організаційно-правової форми підприємства:

- для державного підприємства - вартісна оцінка майна, закріпленого державою за підприємством на праві повного господарського відання;
- для товариства з обмеженою відповідальністю - сума часток власників;
- для акціонерного товариства - сукупна номінальна вартість акцій усіх типів;
- для виробничого кооперативу - вартісна оцінка майна, наданого учасниками для ведення діяльності;
- для орендного підприємства - сума вкладів його працівників;

- для підприємства іншої форми, виділеного на самостійний баланс, - вартісна оцінка майна, закріпленого його власником за підприємством на праві повного господарського відання.

Внесок до статутного капіталу може здійснюватися не тільки у вигляді грошових коштів, але і в майновій формі, у вигляді будівель, землі, а також об'єктів інтелектуальної власності: патентів, ліцензій, проектів. Статутний капітал створює матеріально-речову, грошову, науково-технічну, інформаційну основу діяльності створеної організації. У момент передачі активів у вигляді внеску в статутний капітал право власності на них переходить до господарюючого суб'єкта, тобто інвестори втрачають права на ці об'єкти. Таким чином, у разі ліквідації підприємства або виходу учасника зі складу товариства або товариства він має право лише на компенсацію своєї частки в рамках залишкового майна, але не на повернення об'єктів, переданих їм у свій час у вигляді внеску в статутний капітал. Статутний капітал, отже, відображає суму зобов'язань підприємства перед інвесторами.

Статутний капітал формується при первісному інвестуванні коштів. Його величина оголошується при реєстрації підприємства, а будь-які коригування розміру статутного капіталу (додаткова емісія акцій, зниження номінальної вартості акцій, внесення додаткових вкладів, прийом нового учасника, приєднання частини прибутку та ін) допускаються лише у випадках і порядку, передбачених чинним законодавством та установчими документами.

Для статутного капіталу визначається мінімальний розмір майна підприємства, що гарантує інтереси її кредиторів. Статутний капітал являє собою сукупність основних засобів, іншого майна, нематеріальних активів, а також майнових прав, що мають грошову оцінку, які вкладені в корпорацію її засновниками та учасниками (юридичними та фізичними особами) пропорційно часткам, визначеним установчими документами.

Формування статутного капіталу регламентується положеннями українського законодавства з урахуванням особливостей, властивих підприємствам різних організаційно-правових форм (товариств і товариств). Наприклад, статутний капітал акціонерного товариства складається з номінальної вартості звичайних і привілейованих акцій, придбаних акціонерами. Статутний капітал створюється за рахунок коштів, отриманих від продажу акцій, вкладених приватних і державних капіталів, патентів, ліцензій і т. п.

Особливе місце в реалізації гарантії захисту кредиторів займає резервний капітал, головне завдання якого полягає в покритті можливих збитків і зниженні ризику кредиторів у випадку погіршення економічної кон'юнктури.

Резервний капітал - частина власного капіталу компанії, утворена за рахунок щорічних відрахувань від прибутку, що представляє резерв грошових коштів.

Резервний капітал формується відповідно до встановленого законом порядку і має строго цільове призначення. В умовах ринкової економіки він виступає в якості страхового фонду, що створюється для відшкодування збитків та захисту інтересів третіх осіб у разі недостатності прибутку у підприємства до того, як буде зменшений статутний капітал.

Резервний фонд служить для соціального розвитку підприємства, покриття втрат, а також для виплати дивідендів і поповнення капіталу у разі недостатності одержуваної прибутку.

Прибуток - основне джерело формування резервного капіталу (фонду). Порядок формування резервного капіталу визначається нормативними документами, регулюючими діяльність підприємства даного типу, а також його статутними документами. Резервні фонди створюються добровільно і формуються виключно в порядку, встановленому установчими документами або облікової політикою підприємства, незалежно від організаційно-правової форми його власності. Резервний капітал товариства формується шляхом обов'язкових щорічних відрахувань до досягнення розміру, встановленого статутом товариства. Розмір щорічних відрахувань передбачається статутом товариства, але не може бути менше 5% від чистого прибутку до досягнення розміру, встановленого статутом товариства. Резервний капітал не може бути використаний для інших цілей, крім покриття збитків, погашення облігацій товариства, викупу акцій товариства у разі відсутності інших засобів.

Сума, що виплачується при погашенні облігацій, складається з двох частин: номінальної вартості і відсотків.

Порядок створення та використання резервного фонду за установчими документами визначається підприємствами самостійно. Залишки невикористаних коштів резервного капіталу переходять на наступний рік.

Наступний елемент власного капіталу - додатковий (додатково вкладений) капітал, який показує приріст вартості майна в результаті переоцінок основних засобів та незавершеного будівництва організації, вироблених за рішенням уряду, отримані грошові кошти та майно в сумі перевищення їх величини над вартістю переданих за них акцій та інше.

Додатковий капітал може бути використаний на збільшення статутного капіталу, погашення балансового збитку за звітний рік, а також розподілений між засновниками підприємства і на інші цілі. При цьому порядок використання додаткового капіталу визначається власниками, як правило, у відповідності з установчими документами при розгляді результатів звітного року. Нормативними документами забороняється використання його на цілі споживання.

До складу додаткового капіталу включаються:

- Сума від дооцінки необоротних активів;
- Емісійний дохід акціонерного товариства (у сумі, отриманих понад номінальної вартості розміщених акцій, за вирахуванням витрат по їх продажу);
- Майно, безоплатно отримане від інших організацій;
- Суми нарахованого зносу по основних засобів із застосуванням індексу-дефлятора;
- Частина нерозподіленого прибутку в розмірі, що спрямовується на капітальні вкладення, та інші надходження.

Нерозподілений прибуток - це залишок прибутку, що залишилася в розпорядженні організації після освіти і відрахування в резервний капітал та фонд соціальної сфери. Чинне законодавство надає право господарюючим суб'єктам оперативно маневрувати надходить у їх розпорядження чистим прибутком. Дана стаття включає:

- Нерозподілений прибуток (збиток) минулих років;
- Нерозподілений прибуток (непокритий збиток) звітного року.

Цільові (спеціальні) фонди створюються за рахунок чистого прибутку господарюючого суб'єкта і повинні служити для певних цілей відповідно до статуту або рішенням акціонерів і власників. Ці фонди є різновидом нерозподіленого прибутку. Інакше кажучи, це нерозподілений прибуток, що має строго цільове призначення.

Джерелами фінансування цільових фондів є безоплатно отримані цінності, а також безповоротні і поворотні державні асигнування на фінансування невиробничої діяльності, пов'язаної з утриманням об'єктів соціально-культурного та комунально-побутового призначення, на фінансування витрат з відновлення платоспроможності підприємств, що перебувають на повному бюджетному фінансуванні.

За статтею «Цільові фінансування і надходження» відображаються кошти, отримані організацією з бюджету та позабюджетних фондів на фінансування капітальних вкладень, науково-дослідних робіт, утримання дитячих і культурно-освітніх установ, підготовку кадрів, будівництво житлових будинків, на покриття збитків по конверсії і інші потреби. Кошти цільового фінансування витрачаються в суворій відповідності до затверджених кошторисів. Використання цих коштів не за призначенням заборонено.

Таким чином, збільшення частки власного капіталу за рахунок будь-якого з його видів сприяє зміцненню фінансової незалежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування, поліпшення фінансового стану та збільшення об'єму виробництва підприємства.

Структура власного капіталу характеризує питому вагу кожної статті в його загальному обсязі. На структуру власного капіталу впливають як внутрішні, так і зовнішні чинники. Внутрішні чинники (стан менеджменту, маркетингу, фінансова стійкість)

знаходяться під контролем керівництва корпорації. Зовнішні чинники доцільно враховувати при формуванні цільової структури власного капіталу. До них, зокрема, відносять стан фінансового ринку, податкову та грошово-кредитну політику держави. Структуру власного капіталу вивчають за ряд звітних періодів (кварталів, років) та за результатами вивчення складають прогноз на майбутнє.

5.2 Політика формування власного капіталу

Формування власного капіталу являє собою частину загальної фінансової стратегії корпорації, яка полягає в забезпеченні її виробничо-комерційної діяльності грошовими ресурсами. Головні цілі формування власного капіталу:

створення за рахунок власного капіталу необхідного обсягу необоротних активів (власного основного капіталу - СОК),

утворення за рахунок власного капіталу певної частки оборотних активів (власного оборотного капіталу - СОобК).

Величину власного основного капіталу (СОК) встановлюють за формулою:

$$- \quad \text{СОК} = \text{НА} - \text{ДО}, \quad (5.1)$$

де НА - необоротні активи але балансом на кінець періоду (кварталу, року);

ДО - довгострокові зобов'язання, використовувані для фінансування необоротних активів.

Обсяг власного оборотного капіталу (СОобК) визначають за формулою:

$$\text{СОобК} = \text{ОА} - \text{ДО}' - \text{КО}, \quad (5.2)$$

де ОА - оборотні активи;

ДО' - довгострокові зобов'язання, спрямовані на фінансування оборотних активів;

КО - короткострокові зобов'язання, спрямовані на покриття оборотних активів.

Перевищення величини власного капіталу над величиною позаоборотних активів (за вирахуванням довгострокових зобов'язань) являє собою чистий оборотний капітал (ЧОК):

$$\text{ЧОК} = \text{СК} - (\text{ВОА} - \text{ДО}), \quad (5.3)$$

де СК - власний капітал.

Чистий оборотний капітал характеризує суму вільних коштів, якими корпорація може маневрувати в звітному періоді.

Коефіцієнт маневреності власного капіталу ($KM_{ск}$) обчислюють за формулою:

$$KM_{ск} = \frac{\text{ЧОК}}{\text{СК}}, \quad (5.4)$$

Рекомендоване значення показника $KM_{ск}$ 0,2-0,3. Він визначає, яка частина власного капіталу знаходиться в найбільш ліквідній (мобільного) формі.

Управління власним капіталом пов'язане не тільки з раціональним використанням накопиченої його частини, але і з утворенням власних джерел фінансових ресурсів, що забезпечують майбутній розвиток корпорації. У процесі управління власним капіталом джерела його формування підрозділяють на внутрішні і зовнішні.

До складу внутрішніх джерел включають:

- нерозподілений прибуток;

- кошти, що приєднуються до власного капіталу в результаті переоцінки (дооцінки) основних засобів;

- інші внутрішні джерела (резервні фонди).

Амортизаційні відрахування також є внутрішнім джерелом формування власних грошових ресурсів, але величину власного капіталу вони не збільшують, а лише служать способом його реінвестування.

До складу зовнішніх джерел засобів включають:

- мобілізацію додаткового пайового капіталу (шляхом внесків коштів засновників у статутного або складеного капіталу);

- залучення додаткового акціонерного капіталу (за допомогою повторної емісії та реалізації акцій);

- безоплатну фінансову допомогу від юридичних осіб і держави (наприклад, державним унітарним підприємствам, фінансово-промисловим групам і т. л.);

- конверсію позикових коштів у власні (наприклад, обмін корпоративних облігацій на привілейовані акції);

- кошти цільового фінансування, що надійшли на інвестиційні цілі;

- інші зовнішні джерела (емісійний дохід, утворений при продажу акцій вище їх номінальної вартості).

Політика формування власних фінансових ресурсів (СФР) спрямована на забезпечення самофінансування корпорації. Дана політика включає наступні основні етапи:

1. Аналіз утворення і використання СФР у базисному періоді. Метою аналізу формування СФР в базовому періоді є визначення фінансового потенціалу для майбутнього розвитку корпорації. На першій стадії вивчають відповідність темпів приросту прибутку і власного капіталу темпам приросту активів (майна) і обсягу продажів; динаміці питомої ваги власних джерел у загальному обсязі фінансових ресурсів. Доцільно порівняти ці параметри за ряд періодів.

$$T_{\text{п}} > T_{\text{вр}} > T_{\text{ск}} > T_{\text{а}} > 100\%, \quad (5.5)$$

де $T_{\text{п}}$ - темп зростання прибутку,

$T_{\text{вр}}$ - темп зростання виручки,

$T_{\text{ск}}$ - темп зростання власного капіталу,

$T_{\text{а}}$ - темп зростання активів.

Прибуток повинна рости більш високими темпами, ніж інші параметри. Це означає, що витрати виробництва повинні знижуватися, виручка від продажів - рости, а власний капітал та активи використовуватися більш ефективно за рахунок прискорення їх оборотності.

На другій стадії аналізу досліджують співвідношення між внутрішніми та зовнішніми джерелами утворення СФР, а також вартість (ціну) залучення власного капіталу щодо різних джерел.

На третьому етапі аналізу оцінюють достатність СФР, сформованих у базисному періоді. Критерієм такої оцінки виступає коефіцієнт самофінансування ($K_{\text{сф}}$):

$$K_{\text{сф}} = \frac{СФР}{\Delta K}, \quad (5.6)$$

де $СФР$ - власні фінансові ресурси, сформовані в базисному періоді;

ΔK - приріст активів (майна) у прогностному періоді в порівнянні з базисним (звітним).

2. Визначення загальної потреби в СФР на майбутній (прогностний) період (квартал, рік). Досліджують співвідношення між внутрішніми та зовнішніми джерелами утворення СФР, а також вартість (ціну) залучення власного капіталу щодо різних джерел. Розрахункова

величина включає необхідну суму СФР, утворених за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел.

3. Оцінку вартості залучення власного капіталу з різних джерел. Оцінку залучення власного капіталу з різних джерел здійснюють у розрізі окремих його елементів (акціонерного капіталу нерозподіленого прибутку та ін). Результати такої оцінки є базою для прийняття управлінських рішень щодо вибору альтернативних джерел формування СФР, що забезпечують приріст власного капіталу.

4. Забезпечення максимального обсягу залучення СФР за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел вимагає визначення можливого переліку таких джерел і їх абсолютного обсягу. Основними внутрішніми джерелами є чистий прибуток і амортизаційні відрахування. До зовнішніх фінансових джерел відносять; залучення додаткового пайового капіталу учасників (засновників) господарського товариства або товариства з обмеженою відповідальністю; повторну. емісію акцій і ін.

5. Оптимізацію співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел освіти СФР. Процес оптимізації внутрішніх та зовнішніх джерел освіти СФР базується на:

- мінімізації вартості (ціпи) мобілізації СФР. Якщо вартість СФР за рахунок зовнішніх джерел значно перевищує прогнозу величину залучення позикових коштів (облігаційних позик та банківських кредитів), то від подібного їх формування слід відмовитися;

- збереженні управління корпорацією початковими засновниками (власниками), якщо воно досить продуктивно. Збільшення додаткового пайового або акціонерного капіталу за рахунок сторонніх інвесторів може призвести до втрати такого управління.

Ефективність розробленої політики формування СФР можна оцінити за допомогою коефіцієнта стійкого економічного зростання (K_{ep}):

$$K_{ep} = \frac{ЧП - Д}{СК_{Cp}} * 100, \quad (5.7)$$

де $Д$ - сума дивідендів, що виплачуються акціонерам;

$СК_{Cp}$ - середня вартість за розрахунковий період;

$ЧП - Д$ - реінвестованого чистий прибуток.

Успішне формування СФР забезпечує:

- максимізацію маси прибутку з урахуванням допустимого рівня фінансового ризику;
- раціональну структуру використання чистого прибутку на виплату дивідендів і розвиток виробництва;
- розробку в компанії ефективної амортизаційної політики;
- формування раціональної емісійної політики (додаткової емісії корпоративних цінних паперів) або залучення додаткового пайового капіталу.

5.3 Емісійна політика

Емісійна політика корпорації включає широкий спектр організаційно-технічних, інформаційних, консультаційних та інших процедур, що входять в сферу діяльності фінансового директора.

Дана політика реалізується тільки у випуску акцій як основного джерела формування статутного (акціонерного) капіталу корпорації на фондовому ринку.

З позиції фінансового права емісія цінних паперів являє собою послідовність дій емітента щодо випуску та розміщення емісійних цінних паперів. Стандартна процедура емісії включає наступні етапи:

- прийняття емітентом рішення про випуск акцій;
- реєстрацію випуску акцій;
- для документарної форми випуску - виготовлення сертифікатів акцій;

- розміщення акцій, емісійні цінні папери, випуск яких не пройшов реєстрацію, розміщення не підлягають;

- реєстрацію звіту про підсумки випуску акцій.

При реєстрації проспекту емісії процедуру випуску доповнюють:

- підготовкою проспекту емісії;

- реєстрацією проспекту емісії;

- розкриттям всієї інформації, що міститься в проспекті емісії;

- розкриттям всієї інформації, що міститься у звіті про підсумки випуску.

Розкриття інформації міститься у звіті про підсумки випуску, здійснюють після реєстрації даного звіту. розміщують акції шляхом:

- розподілу серед засновників акціонерного товариства при його утворенні;

- розподілу серед акціонерів товариства;

- підписки;

- конвертації.

При установі акціонерного товариства засновникам оплачують їх акції за ціною не нижче номінальної. Оплата доп. акцій, що розміщуються через підписку, здійснюють за ціною, що встановлюється Радою директорів суспільства, але не нижче їх номінальної вартості. Ціна розміщення додаткових акцій акціонерам товариства при здійсненні ними переважного права їх придбання може бути нижче ціни розміщення для інших осіб, але не більше ніж на 10%.

Порядок конвертації в акції емісійних цінних паперів визначається:

- статутом товариства - у відношенні конвертації привілейованих акцій;

- рішенням про випуск - у відношенні конвертації корпоративних облігацій.

Основною метою емісійної політики підприємства є залучення з ринку цінних паперів додаткового обсягу грошових ресурсів в стислі терміни і з мінімальними транзакційними витратами. У відповідності з цією метою емісійна політика акціонерного товариства є частиною загальної інвестиційної політики в частині залучення додаткового обсягу фінансових ресурсів за рахунок випуску і розміщення на фондовому ринку власних акцій.

Розробка ефективної емісійної політики включає ряд етапів.

Перший етап. Вивчення можливостей ефективного розміщення знову емітованих акцій (якщо акціонерне товариство потребує додаткового притоку власного капіталу) робиться на основі попереднього аналізу кон'юнктури фондового ринку й оцінки інвестиційної привабливості своїх акцій.

Аналіз кон'юнктури ринку цінних паперів (біржового та позабіржового) включає констатацію попиту і пропозиції, динаміки рівня цін, обсягу продажів нових пакетів акцій та ряду інших показників. Результатом подібного аналізу є визначення рівня чутливості (реакції) фондового ринку на появу нової емісії акцій і на можливості їх реалізації інвесторам. Оцінка інвестиційної привабливості своїх акцій проводиться з позиції врахування перспектив розвитку галузі, до якої належить емітент, конкурентоспроможності випущеної ним продукції (послуг, що надаються), а також величини показників фінансової стійкості та ліквідності балансу порівняно з параметрами аналогічних компаній-емітентів. У процесі такої оцінки встановлюють можливу ступінь інвестиційної привабливості акцій даної корпорації у порівнянні з акціями інших емітентів.

Другий етап - визначення цілей емісії. У зв'язку з високою вартістю власного капіталу, отриманого із зовнішніх джерел, цілі емісії повинні бути достатньо обґрунтованими з позицій майбутнього розвитку компанії-емітента і можливостей значного підвищення курсової вартості його цінних паперів. Головними цілями, якими керуються емітенти, вдаючись до даного джерела формування власного капіталу, є:

- реальне інвестування, пов'язане з галузевою і раціональною диверсифікацією виробничо-комерційної діяльності (створення мережі нових філій, дочірніх фірм, нових виробництв і т. д.);

- необхідність значного поліпшення структури капіталу за рахунок підвищення частки власних коштів у загальному обсязі, забезпечення на цій основі зростання коефіцієнта фінансової незалежності та зниження за рахунок даного фактора ціни залучення позикового капіталу;

- передбачуване поглинання інших компаній з метою отримання синергетичного ефекту;

- інші цілі, що вимагають швидкої мобілізації значного обсягу власного капіталу.

Третій етап - визначення обсягу емісії. При встановленні обсягу емісії доцільно виходити з раніше розрахованої потреби у власних фінансових ресурсах за рахунок зовнішніх джерел фінансування. Обсяг емісії акцій визначають шляхом множення кількості випущених акцій на номінальну вартість однієї акції (в процесі однієї емісії може бути встановлений один варіант номіналу акцій).

Четвертий етап - встановлення номіналу, видів і кількості емітованих акцій. Кількість і номінальна вартість придбаних (розміщуються) акціонерним товариством акцій фіксується в його статуті. У цьому документі можуть бути визначені кількість і номінал акцій, які корпорація вправі розмістити в доповнення до раніше емітованими акціям (оголошені акції). Порядок і умови розміщення оголошених акцій також встановлюють в статуті. Зміна номінальної вартості та кількості акцій, що перебувають в обігу, допускається при збільшенні (зменшенні) статутного капіталу. Таке рішення вправі прийняти загальні збори акціонерів.

П'ятий етап - оцінка вартості залученого акціонерного капіталу. Подібну оцінку здійснюють за двома параметрами:

- за прогнозне рівню дивідендів виходячи з обраного типу дивідендної політики;

- за видатками з випуску і розміщення акцій (у середньорічному обчисленні).

Розрахункову вартість залучуваного акціонерного капіталу порівнюють з його фактичною середньозваженою вартістю (WACC) і середнім рівнем процентної ставки на ринку позичкового капіталу. Тільки після цього приймають остаточне рішення про емісію акцій.

Шостий етап - вивчення форм гарантованого розміщення цінних паперів (андеррайтинг). Відкрите розміщення акцій, як правило, роблять за допомогою фінансового посередника (дилера), який організовує первинну і повторну реалізацію цінних паперів емітента на фондовому ринку. Андеррайтери надають компанії-емітенту наступний набір послуг:

- вибір способу емісії цінних паперів;

- встановлення цін на нові цінні папери;

- продаж нових цінних паперів і ін.

У ролі дилерів виступають комерційні та інвестиційні банки, інвестиційні фонди і компанії. Зазвичай андеррайтер викуповує для себе цінні папери емітента за ціною, яка нижче ціни пропозиції, і тим самим бере на себе ризик по їх реалізації. Оскільки дії андеррайтерів сполучені зі значним ризиком, то вони воліють об'єднувати зусилля і утворюють групу андеррайтерів, звану синдикатом для диверсифікації ризику і полегшення реалізації емісії.

Взаємовідносини між емітентом і андеррайтером регулюються договором про випуск та розміщення цінних паперів. У ньому вказують: вид андеррайтингу (тверда угода, максимум і мінімум зусиль щодо розміщення цінних паперів); розмір винагороди посередника (спред) та інші умови.

Спред - це компенсація андеррайтеру за його послуги, яка виражається в різниці між ціною купівлі та декою продажу акцій на фондовому ринку. Така різниця в ціні становить основне винагороду фінансового посередника за його послуги.

Емісійна політика корпорації спрямована на швидке і максимально вигідне залучення додаткового акціонерного капіталу для цілей її розвитку і зміцнення позицій на товарному і фінансовому ринках.

5.4 Дивідендна політика

Дана політика безпосередньо пов'язана з використанням чистого прибутку акціонерними компаніями (корпораціями). Метою дивідендної політики є встановлення балансу між поточним споживанням прибутку власниками і майбутнім її ростом.

У відповідності з цим дивідендна політика як частина політики управління прибутком полягає в оптимізації пропорцій між споживаною і реінвестованою частинами прибутку з метою максимізації вартості акціонерної компанії і забезпечення фінансової бази для її стратегічного розвитку.

Найбільш поширеною теорією є теорія нарахування дивідендів за залишковим принципом. Її послідовники вважають, що величина дивідендів не впливає на зміну сукупного доходу акціонерів. Тому оптимальна стратегія в дивідендній політиці полягає в тому, що дивіденди нараховують після того, як вивчені всі можливості капіталізації (реінвестування) прибутку. Отже, дивіденди виплачуються тільки в тому випадку, якщо за рахунок прибутку профінансовані всі прийнятні інвестиційні проекти. Якщо всю суму чистого прибутку спрямовують на цілі розвитку корпорації, то дивіденди не виплачують. Навпаки, якщо у корпорації немає ефективних інвестиційних проектів, то її в повному обсязі можна направити на виплату дивідендів.

Ф. Модільяні та М. Міллером була висунута ідея про наявність так званого ефекту клієнтури, згідно з якою акціонери віддають перевагу стабільності дивідендної політики отриманню нерегулярних, але високих доходів. Вчені визнають певний вплив дивідендної політики на ціну акціонерного капіталу, але пояснюють це не впливом величини дивідендів, а інформаційним ефектом: інформація про дивіденди, зокрема про їх збільшення, провокує акціонерів на підвищення ціни акцій.

Теорія Ф. Модільяні та М. Міллера передбачає значну кількість обмежень: відсутність податків на юридичних і фізичних осіб; відсутність витрат з емісії на транзакційних витрат; байдужість вибору між дивідендами або доходами від приросту капіталу для інвесторів; незалежність інвестиційної політики корпорації від дивідендної; однакова інформованість інвесторів і менеджерів щодо майбутніх перспектив. Такі умови нереальні,

Незважаючи на уразливість в аспекті практичного застосування, теорія Ф. Модільяні та М. Міллера стала відправним пунктом для здійснення дивідендної політики.

М. Гордон і Д. Літнер розробили теорію переваги дивідендів. Автори стверджують, що дивідендна політика безпосередньо впливає на сукупне багатство акціонерів. Основний аргумент полягає в тому, що інвестори (виходячи з принципу мінімізації ризику) воліють поточні дивіденди можливим майбутнім доходам від приросту курсової вартості акцій. Відповідно до цієї теорії максимізація дивідендних виплат переважніше, ніж капіталізація прибутку. Крім того, поточні дивідендні виплати знижують рівень невизначеності інвесторів щодо вигідності інвестування в акції даної корпорації. Таким чином, їх влаштовує менша норма доходу на вкладений капітал, що призводить до зростання ринкової вартості акціонерного капіталу. Навпаки, якщо дивіденди не виплачуються, то невизначеність зростає, підвищується необхідна акціонерам норма доходу, що приводить до зниження ринкової оцінки акціонерного капіталу.

Теорія мінімізації дивідендів (або «теорія податкових переваг») полягає в тому, що ефективність дивідендної політики визначається критерієм мінімізації податкових виплат за поточними і майбутнім доходам акціонерів. Оскільки оподаткування поточних доходів у формі дивідендів завжди вище, ніж майбутніх надходжень, дивідендна політика повинна забезпечувати мінімізацію дивідендних виплат і відповідно максимізацію капіталізуемого прибутку. Це забезпечує найбільшу податкову захист доходу власників. Однак такий підхід може не влаштувати численних дрібних акціонерів із низьким рівнем доходів, яким необхідні поточні надходження дивідендів.

Сигнальна теорія дивідендів («теорія сигналів») базується на тому, що в основних моделях оцінки поточної ринкової вартості акцій у якості вихідного елемента

використовується розмір виплачуваних по них дивідендів. Таким чином, ріст рівня дивідендних виплат автоматично підвищує котирування акцій на фондовому ринку. При продажу таких акцій акціонери одержують додатковий дохід. Крім того, виплата високих дивідендів свідчить про те, що корпорація знаходиться на підйомі і очікується істотне зростання прибутку в майбутньому періоді. Дана модель пов'язана з рівнодоступності інформації для всіх учасників фондового ринку, що робить істотний вплив на коливання ринкової вартості акцій.

Основні форми виплати дивідендів:

- Виплата дивідендів готівкою. Це сама проста і поширена форма дивідендних виплат.
- Виплата дивідендів акціями. Дана форма передбачає надання акціонерам знову емітованих акцій на суму дивідендів. Така форма становить інтерес для акціонерів, які зацікавлені в зростанні вартості акціонерного капіталу в майбутньому періоді.
- Автоматичне реінвестування надає акціонерам право самостійного вибору - одержати дивіденди готівкою або вкласти їх у додаткові акції.
- Викуп акціонерним товариством власних акцій розглядають як одну з форм реінвестування дивідендів. У цьому випадку суспільство набуває на фондовому ринку частину вільно обертаються акцій. Це дозволяє автоматично підвищити розмір чистого прибутку, що припадає на кожну залишилася акцію, і збільшити коефіцієнт виплати дивідендів у майбутньому періоді.

Подібна форма виплати дивідендів потребує згоди акціонерів.

Таким чином, дивідендна політика підприємства нерозривно пов'язана з іншими аспектами її фінансово-господарської діяльності.

ТЕМА 6 УПРАВЛІННЯ ПОЗИКОВИМ КАПІТАЛОМ

6.1 Склад позикового капіталу та оцінка вартості його залучення

Позиковий капітал - кошти, надані на довгостроковій основі господарюючому суб'єкту сторонніми особами (тобто не власниками цього суб'єкта) або державою. Їх величина відображається в пасиві балансу даного суб'єкта. Позиковий капітал в основному представлений довгостроковими банківськими кредитами та облігаційними позиками. Збільшення частки позикового капіталу в структурі джерел фінансування тягне за собою зростання фінансового ризику, уособленого з даною фірмою, зниження резервного позикового капіталу і, починаючи з певного значення, зростання середньозваженої вартості капіталу фірми. Залучення позикового капіталу в розумних межах вигідно, оскільки витрати на його обслуговування (сплачуються відсотки) списуються на собівартість, тобто зменшують оподатковуваний прибуток, тоді як, наприклад, дивіденди, які є в додатку до власного капіталу якимсь еквівалентом процентних витрат, виплачуються з чистого прибутку, тобто прибутку після оподаткування.

На відміну від власного, позиковий капітал:

- а) підлягає поверненню, причому умови повернення обговорюються на момент його мобілізації;
- б) повинен, як правило, регулярно оплачуватися (в сенсі сплати відсотків особам, цей капітал надали) незалежно від того, є у фірми прибуток чи ні;
- в) постійний в тому сенсі, що з позиції постачальників капіталу номінальна величина основної суми боргу не змінюється (якщо банк надав довгостроковий кредит у розмірі 10 млн. дол, то саме ця сума і буде повернута; навпаки, вкладення аналогічної суми в акції може з плином часу супроводжуватися як доходами, так і втратами).

До складу позикового капіталу корпорації входять:

- короткострокові кредити і позики;
- довгострокові кредити і позики;
- кредиторська заборгованість (у формі залучених коштів).

Заборгованість компанії - позичальника позикодавцю за отриманими кредитами і позиками у бухгалтерському обліку підрозділяють на короткострокову та довгострокову. Заборгованість може бути строковою та простроченою.

Короткостроковій вважають заборгованість, термін погашення якої відповідно до умов договору не перевищує 12 місяців.

До довгострокової відносять заборгованість за отриманими кредитами і позиками, термін погашення якої за умовами договору перевищує 12 місяців.

Терміновій вважають заборгованість за отриманими кредитами і позиками, термін погашення якої за умовами договору не настав або продовжений в установленому порядку.

Простроченої вважають заборгованість за отриманими кредитами і позиками, договірний термін погашення боргу за якими минув.

Різноманіття джерел і умов надання позикового капіталу у формі банківських кредитів передбачає необхідність порівняльної оцінки ефективності формування позикових коштів.

Оцінка вартості позикового капіталу має ряд особливостей, головними з яких є:

- порівняльна простота формування базової оцінки вартості позикових коштів;
- облік в процесі оцінки вартості позикового капіталу податкового коректора (це пов'язано з тим, що виплати по обслуговуванню боргу включають до складу операційних витрат);

- залучення позикового капіталу завжди викликає зворотний грошовий потік не тільки по сплаті відсотків, але і по погашенню основної суми боргу (зворотні грошові потоки генерують кредитний і процентний ризики);

- вартість залучення позикового капіталу взаємопов'язана з оцінкою кредитоспроможності позичальника банком (чим вище рівень його кредитоспроможності за оцінкою кредитора, тим нижче вартість залученого корпорацією позикового капіталу).

Політика залучення банківського кредиту включає наступні основні етапи:

- 1) визначення цілей використання залученого банківського кредиту;
 - 2) оцінку співвідношення між короткостроковим і довгостроковим кредитом;
 - 3) вивчення і оцінку комерційних кредитів - потенційних кредиторів позичальника.
- Таку оцінку проводять за привабливістю кредитної політики банку для позичальника;
- 4) зіставлення умов можливого залучення окремих видів кредитів у різних банків.

Для вирішення питання про вибір банку-кредитора необхідно враховувати наступні фактори:

- загальну характеристику банку, тобто склад засновників, організаційно-правову форму, цілі й політику на ринку позикового капіталу, контингент його клієнтів та ін;
- результати діяльності банку за останній рік: розмір власного капіталу, позиції на фінансовому ринку, фінансову стійкість та ін;
- якість і різноманітність наданих банком послуг.

Також для позичальника мають значення такі параметри, як: швидкість здійснення розрахункових операцій, можливість отримання недорогих кредитів, вигідне вкладення свого капіталу і пр.

6.2 Формування позикового капіталу у формі облігаційних позик

Однією з форм залучення довгострокового позикового капіталу є розміщення облігаційних позик.

Облігація - емісійний цінний папір, що закріплює право її власника на отримання від емітента облігації в передбачений у ній термін її номінальної вартості.

Облігація засвідчує право власника вимагати її погашення (виплату номінальної вартості і відсотків або номінальної вартості за дисконтною облігацією) у встановлений термін.

Облігації можуть бути іменними або на пред'явника. При розміщенні іменних облігацій товариство зобов'язане вести реєстр з власників. Товариство вправі передбачити

можливість довгострокового погашення облігацій за бажанням з власників. Товариство має право випускати облігації, забезпечені заставою певного майна, облігації під забезпечення, подане йому третіми особами та облігації без забезпечення. В останньому випадку їх розміщення допускається не раніше третього року діяльності та за умови належного затвердження до цього часу двох років балансів.

Залучення позикового капіталу шляхом випуску облігацій забезпечує акціонерному товариству переваги:

- емісія облігацій не призводить до втрати контролю над управлінням суспільством;
- облігації можуть бути емітовані при відносно невисоких фінансових зобов'язаннях за відсотками, так як вони забезпечені майном товариства і мають пріоритет у виплаті відсотків (за рахунок прибутку до оподаткування);
- облігації мають більшу можливість поширення, ніж акції, внаслідок меншого ризику для інвесторів;
- забезпечують залучення капіталу на тривалий період (5-10 років), що дозволяє мобілізувати значні фінансові ресурси для реалізації великомасштабних інвестиційних проектів;
- в процесі підготовки проспекту емісії та випуску облігацій в обіг велика увага приділяється питанням якості та надійності для потенційних інвесторів.

Також необхідно відзначити і негативні моменти, такі як: облігації не можуть бути емітовані для формування статутного капіталу та покриття тимчасової нестачі грошових коштів. Також емісія облігацій часто пов'язана зі значними додатковими витратами емітента і вимагає тривалого терміну для залучення.

В умовах сучасного російського фінансового ринку емісія облігацій краща для високорентабельних акціонерних компаній. Розвиток ринку корпоративних облігацій дозволяє залучити додаткові фінансові ресурси в реальний сектор економіки не тільки за рахунок вільних грошових коштів господарюючих суб'єктів, але і заощаджень населення.

6.3 Ефект фінансового важеля (левериджу) та його використання при управлінні позиковим капіталом

Якщо корпорація в діяльності використовує як власний, так і позиковий капітал, то прибутковість (рентабельність) власного капіталу може бути підвищена за рахунок залучення банківських кредитів. Таке підвищення рентабельності власного капіталу називають ефектом фінансового важеля (левиріджа). Даний термін використовується для характеристики залежності, що показує, яким чином і в якій мірі підвищення або зниження частки тієї чи іншої групи умовно-постійних витрат (витрат) в загальній сумі поточних витрат (витрат) позначається на динаміці доходів власників фірми. Справа в тому, що основним результатним показником діяльності фірми служить чистий прибуток за звітний період. Прибуток залежить від багатьох факторів, а їх ідентифікація та виявлення ролі і значущості для цільового показника є одним з ключових розділів роботи фінансового менеджера. Можливі різні факторні розкладання зміни прибутку. Зокрема, її можна представити як різниця виручки і витрат, причому останні з очевидністю можуть структуруватися різними способами. Один з них, як раз і дає можливість відокремити вплив того чи іншого виду левериджу, має на увазі подальшу градацію умовно-постійних і змінних витрат на два типи - виробничого характеру та фінансового характеру.

Ефект фінансового важеля - це приріст до рентабельності власного капіталу, отримане завдяки використанню кредиту, незважаючи на його платність.

Він розраховується за наступною формулою:

$$\Delta \Phi P = (1 - C_{\text{ин}}) \times (P_a - \overline{C\Pi}) \times \frac{3K}{CK}, \quad (6.1)$$

де $C\Pi\P$ - ставка податку на прибуток, частка одиниці;

P_a - рентабельність активів (майна), %;

СП - середня розрахункова ставка відсотка за кредит, %;

ЗК - позиковий капітал, тис. грн.;

СК - власний капітал, тис. грн.;

(1 - С_{нп}) - податковий коректор;

(Р_а - СП) - диференціал фінансового важеля;

$\frac{ЗК}{СК}$ - Коефіцієнт фінансового левериджу.

Податковий коректор показує, якою мірою проявляється ЕФВ у зв'язку з різним рівнем оподаткування. Він не залежить від діяльності акціонерної компанії, так як ставка податку на прибуток затверджується в законодавчому порядку.

Диференціал є чинником, що формує позитивний ЕФР, за умови, якщо $P_a > \overline{СП}$, тобто чим вище позитивне значення диференціала, тим вагомішим буде значення ЕФР.

Коефіцієнт заборгованості характеризує силу впливу фінансового важеля. Він є мультиплікатором, який змінює позитивне або негативне значення диференціала, тобто при позитивному значенні будь-який приріст коефіцієнта заборгованості буде викликати ще більше збільшення рентабельності власного капіталу, а при негативному значенні приріст даного коефіцієнта буде приводити до ще більшого падіння прибутковості власного капіталу.

6.4 Організація процесу кредитування позичальника

Кредит - це надання кредитної організацією (банком) грошей позичальникові у розмірі та на умовах, передбачених кредитним договором, при цьому позичальник зобов'язується повернути отриману суму і сплатити відсотки по ній. При кредиті позикодавцем виступає банк (кредитна організація), а предметом позики є грошові кошти. В ролі позичальників виступають господарюючі суб'єкти, які відчувають потребу в додаткових грошових ресурсах для здійснення поточної і (або) інвестиційної діяльності.

Існують наступні види грошових кредитів:

- інвестиційний податковий кредит;
- податковий кредит;
- фінансовий кредит;
- комерційний кредит.

Кредитування - операція, що передбачає отримання товарів, послуг або грошей авансом, тобто з наступною їх оплатою або поверненням. Кредитування може бути цільовим (в цьому випадку операція оформлюється відповідним договором) або спонтанним, що впливають з вимог законодавства чи звичаїв ділового світу (наприклад, виникнення кредиторської заборгованості по сплаті податків). Кредитор-яка фізична або юридична особа, перед яким дана організація має заборгованість, відображену в поточному обліку. У фінансово-аналітичному сенсі поява кредитора в балансі зазвичай означає появу додаткового джерела фінансування, тобто господарюючий суб'єкт протягом деякого часу може користуватися засобами кредитора, які в кінцевому підсумку повинні бути йому повернуті, тобто кредиторська заборгованість повинна бути з часом погашена.

Основні етапи кредитних відносин банків з клієнтами наступні:

1) розгляд заявки на кредит і особисті контакти фахівців банку з передбачуваним позичальником (після попереднього розгляду заявки, подальше її вивчення рекомендують проводити в процесі бесіди з майбутнім позичальником);

2) аналіз кредитоспроможності можливого позичальника та оцінка якості заявки (банк отримує від підприємства-позичальника повний пакет документів згідно з переліком, затвердженим правлінням банку. Також на цьому етапі відбувається оцінка кредитоспроможності позичальника, елементами якої є: правоздатність, фінансова стійкість, платоспроможність і ефективність використання ресурсів);

- 3) підготовка кредитного договору, в якому фіксують мета, суму і порядок видачі кредиту, процентну ставку, взаємні зобов'язання сторін та інші умови;
- 4) оформлення кредиту та контроль за виконанням умов кредитного договору.

ТЕМА 7 УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ ТА МЕНЕДЖМЕНТ РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

7.1 Управління ризиками

Управління ризиками, ризик-менеджмент - процес прийняття і виконання управлінських рішень, спрямованих на зниження ймовірності виникнення несприятливого результату і мінімізацію можливих втрат, викликаних його реалізацією.

Сучасна економічна наука представляє ризик як ймовірна подія, в результаті настання якого можуть відбутися тільки нейтральні або негативні наслідки. Якщо подія припускає наявність як позитивних, так і негативних результатів, і в окремих виданнях іменується спекулятивним ризиком, то воно досліджено експертами не сумлінно. Ці події мають дуальну природу і завжди можуть бути розділені на «шанс» (передбачуване подія, здатне принести кому-небудь корисність, вигоду, прибуток) і «ризик» (передбачуване подія, здатне принести кому-небудь збиток, збиток). Дуальні події можуть бути супутніми (реалізація шансу може спричинити за собою ризик або навпаки), взаємовиключними (гра в орлянку) або незалежними (реалізація шансу і ризику не залежить один від одного, а визначається обставинами і невизначеністю). Саме тому, з метою створення стрункої системи поглядів на ризик-менеджмент, слід визнати всі ризики чистими, а дуальні події визначені як «спекулятивні» піддавати повторному аналізу).

Мета ризик-менеджменту у сфері економіки - підвищення конкурентоспроможності господарюючих суб'єктів за допомогою захисту від реалізації чистих ризиків.

Теорія ризик-менеджменту ґрунтується на трьох базових поняттях: корисності, регресії і диверсифікації.

У 1738 році швейцарський математик Данило Бернуллі доповнив теорію ймовірностей методом корисності або привабливості того чи іншого результату подій. Ідея Бернуллі полягала в тому, що в процесі ухвалення рішення люди приділяють більше уваги розміром наслідків різних результатів, ніж їх ймовірності.

В кінці XIX століття англійський дослідник Ф. Гальтон запропонував вважати регресію або повернення до середнього значення універсальної статистичної закономірності. Суть регресії трактувалася ним як повернення явищ до норми з плином часу. Згодом було доведено, що правило регресії діє в найрізноманітніших ситуаціях, починаючи з азартних ігор та розрахунку ймовірності виникнення нещасних випадків, і закінчуючи прогнозуванням коливань економічних циклів.

У 1952 році аспірант університету Чикаго Гаррі Марковіц в статті «Диверсифікація вкладень» («Portfolio Selection») математично обґрунтував стратегію диверсифікації інвестиційного портфеля, зокрема, він показав, як шляхом продуманого розподілу вкладень мінімізувати відхилення прибутковості від очікуваного показника. У 1990 році Г. Марковіцу присуджена Нобелівська премія за розробку теорії і практики оптимізації портфеля фондових активів.

У ризик-менеджменті прийнято виділяти декілька ключових етапів:

- 1) виявлення ризику та оцінка ймовірності його реалізації і масштабу наслідків, визначення максимально можливого збитку;
- 2) вибір методів та інструментів управління виявленим ризиком;
- 3) розробка ризик-стратегії з метою зниження ймовірності реалізації ризику і мінімізації можливих негативних наслідків;
- 4) реалізація ризик-стратегії;
- 5) оцінка досягнутих результатів і коригування ризик-стратегії.

Ключовим етапом ризик-менеджменту вважається етап вибору методів та інструментів управління ризиком. Базовими методами ризик-менеджменту є відмова від ризику, зниження, передача і прийняття.

Ризик-інструментарій значно ширше. Він включає політичні, організаційні, правові, економічні, соціальні інструменти, причому ризик-менеджмент як система допускає можливість одночасного застосування декількох методів та інструментів ризик-управління. Найбільш часто вживаним інструментом ризик-менеджменту є страхування. Страхування передбачає передачу відповідальності за відшкодування передбачуваного збитку сторонньої організації (страхової компанії). Прикладами інших інструментів можуть бути:

- Відмова від надмірно ризикованої діяльності (метод відмови),
- Профілактика або диверсифікація (метод зниження),
- Аутсорсинг витратних ризикових функцій (метод передачі),
- Формування резервів або запасів (метод прийняття).

Найбільш поширені інструменти та методики (техніки) менеджменту ризику наводяться в міжнародному стандарті ISO / IEC 31010:2009. У стандарті коротко описуються 31 техніка менеджменту ризику. Приклади технік включають: мозковий штурм, аналіз «Що якщо ...», FMEA, HAZOP, НАССР, діаграма «краватка-метелик», аналіз дерева відмов, Байєсові мережі, FN-криві та ін.

7.2 Інвестиційна політика підприємства

Інвестиційна політика підприємства - складова частина загальної економічної стратегії, яка визначає вибір і способи реалізації найбільш раціональних шляхів оновлення і розширення виробничого і науково-технічного потенціалу. Дана політика спрямована на забезпечення виживання підприємства в складних умовах ринку, на досягнення виживання підприємства в складних умовах ринку, на досягнення фінансової стійкості підприємства та створення умов для його майбутнього розвитку.

У формуванні інвестиційної політики підприємства можна виділити три етапи:

1. На першому етапі визначають необхідність розвитку підприємства та економічно вигідні напрямки цього розвитку. Для цього потрібно:

- оцінити споживчий попит на продукцію, що випускається;
- порівняти витрати на випуск продукції з діючими ринковими цінами;
- виявити виробничі можливості підприємства на перспективу;
- проаналізувати діяльність підприємства за попередній період та виявити невикористані резерви;

2. На другому етапі здійснюється розробка інвестиційних проектів для реалізації обраних напрямків розвитку підприємства;

3. На третьому етапі відбувається остаточний вибір економічно вигідного інвестиційного проекту, запланованого до реалізації. Тут потрібно визначити:

- вартість обладнання, будівельних матеріалів, оренди виробничої площі, доставки готової продукції на ринок збуту;
- собівартість заданого обсягу виробництва і одиниці продукції, що випускається на новому обладнанні;
- постійні та змінні витрати;
- вимагаються обсяги інвестиційних ресурсів;
- розмір власних і залучених коштів, необхідних для реалізації проекту;
- показники ефективності проекту;
- ризики, що генеруються проектом.

При розробці інвестиційної політики необхідно враховувати такі фактори, як:

- фінансовий стан підприємства;
- технічний рівень виробництва;

- наявність власних оборотних коштів і можливості залучення недорогих кредитів і позик;
- кон'юнктуру ринку капіталу;
- податкове оточення - податки та інші обов'язкові платежі, що сплачуються інвестором;
- ціни на продукцію і виручку від продажів, і ін.

7.3 Управління реальними інвестиціями

Основу інвестиційної діяльності підприємства становить реальне інвестування. На більшості підприємств це інвестування є в сучасних умовах єдиним напрямком інвестиційної діяльності. Це визначає високу роль управління реальними інвестиціями в системі інвестиційної діяльності підприємства.

Здійснення реальних інвестицій характеризується низкою особливостей, основними з яких є:

1. Реальне інвестування є головною формою реалізації стратегії економічного розвитку підприємства. Основна мета цього розвитку забезпечується здійсненням реальних високоефективних інвестиційних проектів, а сам процес стратегічного розвитку підприємства являє собою не що інше, як сукупність реалізованих у часі цих інвестиційних проектів. Саме ця форма інвестування дозволяє підприємству успішно проникати на нові товарні і регіональні ринки, забезпечувати постійне зростання своєї ринкової вартості.

2. Реальне інвестування знаходиться в тісному взаємозв'язку з операційною діяльністю підприємства. Завдання збільшення обсягу виробництва і реалізації продукції, розширення асортименту вироблених виробів і підвищення їх якості, зниження поточних операційних витрат вирішуються, як правило, в результаті реального інвестування. У свою чергу, від реалізованих підприємством реальних інвестиційних проектів багато в чому залежать параметри майбутнього операційного процесу, потенціал зростання обсягів його операційної діяльності.

3. Реальні інвестиції забезпечують, як правило, більш високий рівень рентабельності в порівнянні з фінансовими інвестиціями. Це здатність генерувати велику норму прибутку є одним зі спонукальних мотивів до підприємницької діяльності в реальному секторі економіки.

4. Реалізовані реальні інвестиції забезпечують підприємству стійкий чистий грошовий потік. Цей чистий грошовий потік формується за рахунок амортизаційних відрахувань від основних засобів і нематеріальних активів навіть у ті періоди, коли експлуатація реалізованих інвестиційних проектів не приносить підприємству прибуток.

5. Реальні інвестиції піддаються високому рівню ризику морального старіння. Цей ризик супроводжує інвестиційну діяльність, як на стадії реалізації реальних інвестиційних проектів, так і на стадії постінвестиційної їх експлуатації. Стрімке технологічний прогрес сформував тенденцію до збільшення рівня цього ризику в процесі реального інвестування.

6. Реальні інвестиції мають високий ступінь протиінфляційним захисту. Досвід показує, що в умовах інфляційної економіки темпи росту цін на багато об'єктів реального інвестування не тільки відповідають, але в багатьох випадках навіть обганяють темпи росту інфляції, реалізуючи ажіотажний інфляційний попит підприємців на матеріалізовані об'єкти підприємницької діяльності.

7. Реальні інвестиції є найменш ліквідними. Це пов'язано з вузькоцільовий спрямованістю більшості форм цих інвестицій, що практично не мають у незавершеному виді господарського альтернативного застосування. У зв'язку з цим компенсувати у фінансовому відношенні невірні управлінські рішення, пов'язані з початком здійснення реальних інвестицій, украй складно.

Основні напрямки вкладення реальних інвестицій наступні.

1. Придбання цілісних майнових комплексів. Воно являє собою інвестиційну операцію великих підприємств, що забезпечує галузеву, товарну або регіональну диверсифікацію їх діяльності. Ця форма реальних інвестицій забезпечує зазвичай «ефект синергізму», який полягає в зростанні сукупної вартості активів обох підприємств (в порівнянні з їх балансовою вартістю) за рахунок можливостей більш ефективного використання їх загального фінансового потенціалу, взаємодоповнення технологій і номенклатури продукції, що випускається, можливостей зниження рівня операційних витрат, спільного використання збутової мережі на різних регіональних ринках та інших аналогічних чинників.

2. Нове будівництво. Воно являє собою інвестиційну операцію, пов'язану з будівництвом нового об'єкту із закінченим технологічним циклом за індивідуально розробленим або типовим проектом на спеціально відведених територіях. До нового будівництва підприємство вдається при кардинальному збільшенні обсягів своєї операційної діяльності в майбутньому періоді, її галузевої, товарної або регіональної диверсифікації (створенні філій, дочірніх підприємств і т.п.).

3. Реконструкція. Вона являє собою інвестиційну операцію, пов'язану з істотним перетворенням усього виробничого процесу на основі сучасних науково-технічних досягнень. Її здійснюють відповідно до комплексного плану реконструкції підприємства з метою радикального збільшення його виробничого потенціалу, істотного підвищення якості продукції, що випускається, впровадження ресурсозберігаючих технологій і т.п. У процесі реконструкції може здійснюватися розширення окремих виробничих будівель і приміщень (якщо нове технологічне обладнання не може бути, розміщено в діючих приміщеннях); будівництво нових будівель і споруд того ж призначення замість ліквідованих на території діючого підприємства, подальша експлуатація яких з технологічних або економічних причин визнана недоцільною.

4. Модернізація. Вона являє собою інвестиційну операцію, пов'язану з удосконаленням і приведенням активної частини виробничих основних засобів в стан, відповідний сучасному рівню здійснення технологічних процесів, шляхом конструктивних змін основного парку машин, механізмів та обладнання, що використовуються підприємством у процесі операційної діяльності.

5. Оновлення окремих видів устаткування. Воно являє собою інвестиційну операцію, пов'язану із заміною (у зв'язку з фізичним зносом) або доповненням (у зв'язку із зростанням обсягів діяльності або необхідністю підвищення продуктивності праці) наявного парку устаткування окремими новими їхніми видами, що не змінюють загальної схеми здійснення технологічного процесу. Оновлення окремих видів устаткування характеризує в основному процес простого відтворення активної частини виробничих основних засобів.

6. Інноваційне інвестування в нематеріальні активи. Воно являє собою інвестиційну операцію, спрямовану на використання в операційній та інших видах діяльності підприємства нових наукових і технологічних знань в межах досягнення комерційного успіху. Інноваційні інвестиції і нематеріальні активи здійснюються у двох основних формах:

а) шляхом придбання готової науково-технічної продукції та інших прав (придбання патентів на наукові відкриття, винаходи, промислові зразки і товарні знаки; придбання ноу-хау; придбання ліцензій па френчайзінг і т.п.);

б) шляхом розробки нової науково-технічної продукції (як в рамках самого підприємства, так і по його замовленню відповідними інжиніринговими фірмами). Здійснення інноваційного інвестування в нематеріальні активи дозволяє істотно підвищити технологічний потенціал підприємства у всіх сферах його господарської діяльності.

7. Інвестування приросту запасів матеріальних оборотних активів. Воно являє собою інвестиційну операцію, спрямовану на розширення обсягу використовуваних операційних оборотних активів підприємства, що забезпечує тим самим необхідну пропорційність (збалансованість) у розвитку необоротних і оборотних операційних активом в результаті здійснення інвестиційної діяльності. Необхідність цієї форми інвестування пов'язана з тим,

що будь-яке розширення виробничого потенціалу, що забезпечується раніше розглянутими формами реального інвестування, визначає можливість випуску додаткового обсягу продукції. Однак ця можливість може бути реалізована тільки при відповідному розширенні обсягу використання матеріальних оборотних активів окремих видів (запасів сировини, матеріалів, напівфабрикатів, малоцінних і швидкозношуваних предметів і т.п.).

Всі перераховані форми реального інвестування можуть бути зведені до трьох основних його напрямків: капітальному інвестуванню або капітальним вкладенням (перші п'ять форм); інноваційному інвестуванню (шоста форма) і інвестуванню приросту оборотних активів (сьома форма). Вибір конкретних форм реального інвестування підприємства визначається завданнями галузевої. Товарної та регіональної диверсифікації його діяльності (спрямованими на розширення обсягу операційного доходу), можливостями впровадження нових ресурсо- і трудосберегаючих технологій (спрямованими на зниження рівня операційних витрат), а також потенціалом формування інвестиційних ресурсів (грошових та інших активів, що залучаються для здійснення вкладень в об'єкти реального інвестування).

Специфічний характер реального інвестування і його форм зумовлюють певні особливості його здійснення на підприємстві. При високій інвестиційній активності підприємства з метою підвищення ефективності управління реальними інвестиціями розробляється спеціальна політика такого управління.

Політика управління реальними інвестиціями являє собою частина загальної інвестиційної політики підприємства, що забезпечує підготовку, оцінку і реалізацію найбільш ефективних реальних інвестиційних проектів. Процес формування політики управління реальними інвестиціями підприємства здійснюється в розрізі наступних основних етапів.

Етапи формування політики управління реальними інвестиціями:

1. Аналіз стану реального інвестування в попередньому періоді.
2. Визначення загального обсягу реального інвестування в майбутньому періоді.
3. Визначення форм реального інвестування.
4. Підготовка бізнес-планів реальних інвестиційних проектів.
5. Оцінка ефективності реальних інвестиційних проектів.
6. Формування портфеля реальних інвестицій.
7. Забезпечення реалізації окремих інвестиційних проектів та інвестиційних програм.

1. Аналіз стану реального інвестування в попередньому періоді. У процесі цього аналізу оцінюється рівень інвестиційної активності підприємства в попередньому періоді і ступінь завершеності розпочатих раніше реальних інвестиційних проектів і програм.

На першій стадії аналізу вивчається динаміка загального обсягу інвестування капіталу в приріст реальних активів, питома вага реального інвестування в загальному обсязі інвестицій підприємства у передплановому періоді.

На другій стадії аналізу розглядається ступінь реалізації окремих інвестиційних проектів і програм, рівень освоєння інвестиційних ресурсів, передбачених на ці цілі, в розрізі об'єктів реального інвестування.

На третьому етапі аналізу визначається рівень завершеності розпочатих раніше реальних інвестиційних проектів і програм, уточнюється необхідний обсяг інвестиційних ресурсів для повного їх завершення.

2. Визначення загального обсягу реального інвестування в майбутньому періоді. Основою визначення цього показника є планований обсяг приросту основних засобів підприємства в розрізі окремих їх видів, а також нематеріальних і оборотних активів забезпечує приріст обсягів його виробничо-комерційної діяльності. Обсяг цього приросту уточнюється з урахуванням динаміки обсягу раніше капітального незакінченого будівництва (незавершених капітальних вкладень).

3. Визначення форм реального інвестування. Ці форми визначаються виходячи з конкретних напрямів інвестиційної діяльності підприємства, що забезпечують відтворення

його основних засобів та нематеріальних активів, а також розширення обсягу власних оборотних активів.

4. Підготовка бізнес-планів реальних інвестиційних проектів. Всі форми крупно об'ємних реальних інвестицій (крім поновлення окремих видів механізмів і обладнання у зв'язку з їх зносом) розглядаються як реальні інвестиційні проекти. Підготовка таких інвестиційних проектів вимагає розробки їх бізнес-планів. Для невеликих реальних інвестиційних проектів допускається розробка короткого варіанту бізнес-плану (з викладенням тільки тих розділів, які прямо визначають доцільність їх здійснення).

5. Оцінка ефективності окремих реальних інвестиційних проектів. Така оцінка здійснюється на основі використання спеціальної системи показників - чистого приведенного доходу, періоду окупності та інших, які слід розглядати в комплексі. Реальні інвестиційні проекти, рівень ефективності яких не відповідає критеріям розробленої інвестиційної політики підприємства, повинні бути відхилені.

6. Формування портфеля реальних інвестицій. Відібрані в процесі оцінки ефективності реальні інвестиційні проекти підлягають подальшому розгляду з позицій рівня ризиків їх реалізації та інших показників, пов'язаних з цілями їх здійснення. На основі такої всебічної оцінки з урахуванням планового обсягу інвестиційних ресурсів підприємство формує свій портфель реальних інвестицій на майбутній період. Якщо цей портфель сформований за визначальної пріоритетної мети (максимізація прибутковості, мінімізація інвестиційного ризику і т.п.), то необхідність в подальшій оптимізації портфеля реальних інвестицій не виникає. Якщо ж передбачається збалансованість окремих цілей, то портфель оптимізується по різним цільовим критеріям для досягнення їх збалансованості, після чого приймається до безпосередньої реалізації.

7. Забезпечення реалізації окремих інвестиційних проектів та інвестиційних програм. Основними документами, що забезпечують реалізацію кожного конкретного реального інвестиційного проекту, є капітальний бюджет і календарний графік реалізації інвестиційного проекту. Капітальний бюджет розробляється, зазвичай, на період до одного року і відображає всі витрати і надходження коштів, пов'язані з реалізацією реального проекту.

Календарний графік реалізації інвестиційного проекту (програми) визначає базові періоди часу виконання окремих видів робіт та покладання відповідальності виконання (а відповідно і ризиків невиконання окремих етапів робіт) на конкретних представників замовника (підприємства) або підрядника у відповідності з їх функціональними обов'язками, викладеними в контракті на виконання робіт.

Інвестиційний проект являє собою основний документ, що визначає необхідність здійснення реального інвестування, в якому в загальноприйнятій послідовності розділів викладаються основні характеристики проекту і фінансові показники, пов'язані з його реалізацією.

Для таких форм реального інвестування як оновлення окремих видів устаткування, придбання окремих видів нематеріальних активів, збільшення запасів матеріальних оборотних активів, які, як правило, не вимагають високих інвестиційних витрат, обґрунтування інвестиційних проектів носить форму внутрішнього службового документа (доповідної записки, заявки і т. п.), в якому викладаються мотивація, об'єктна спрямованість, необхідний обсяг інвестування, а також очікувана його ефективність. При здійсненні таких форм реального інвестування, як придбання цілісних майнових комплексів, нове будівництво, реконструкція і широкомасштабна модернізація підприємства, вимоги до підготовки інвестиційного проекту істотно зростають. Це пов'язано з тим, що в сучасних економічних умовах підприємства не можуть забезпечити свій стратегічний розвиток тільки за рахунок внутрішніх фінансових ресурсів, і залучають на інвестиційні цілі значний обсяг коштів за рахунок зовнішніх джерел фінансування. У той же час будь-який великий сторонній інвестор або кредитор повинен мати чітке уявлення про стратегічну концепцію проекту; його масштабах; найважливіших показниках маркетингової, економічної і

фінансової його результативності; об'ємі необхідних інвестиційних витрат і термінах їх повернення і інших його характеристиках. Розроблений реальний інвестиційний проект дозволяє спочатку власникам і менеджерам підприємства, а потім і стороннім інвесторам всесторонньо оцінити доцільність його реалізації і очікувану ефективність. Розробляються в розрізі окремих форм реального інвестування підприємства інвестиційні проекти класифікуються по ряду ознак.

Класифікація інвестиційних проектів підприємства

За цілями інвестування:

- інвестиційні проекти, що забезпечують приріст обсягу випуску продукції;
- інвестиційні проекти, що забезпечують розширення (оновлення) асортименту продукції;

- інвестиційні проекти, що забезпечують підвищення якості продукції;

- інвестиційні проекти, що забезпечують зниження собівартості продукції;

- інвестиційні проекти, що забезпечують вирішення соціальних, екологічних та інших задач.

За рівнем автономності реалізації:

- інвестиційні проекти, незалежні від реалізації інших проектів підприємства;

- інвестиційні проекти, залежні від реалізації інших проектів підприємства.

За термінами реалізації:

- короткострокові інвестиційні проекти з періодом реалізації до одного року;

- середньострокові інвестиційні проекти з періодом реалізації від одного року до трьох років;

- довгострокові інвестиційні проекти з періодом реалізації понад три роки.

За обсягом необхідних інвестиційних ресурсів:

- невеликі інвестиційні проекти;

- середні інвестиційні проекти;

- великі інвестиційні проекти.

За передбачуваної схемою фінансування:

- інвестиційні проекти, що фінансуються за рахунок внутрішніх джерел;

- інвестиційні проекти, що фінансуються за рахунок акціонування (первинної або додаткової емісії акцій);

- інвестиційні проекти, що фінансуються за рахунок кредиту;

- інвестиційні проекти зі змішаними формами фінансування.

Всі форми реального інвестування проходять три основні стадії (фази), що складають у сукупності цикл цього інвестування:

- передінвестиційна стадія, в процесі якої розробляються варіанти альтернативних інвестиційних рішень, проводиться їх оцінка і приймається до реалізації конкретний їх варіант;

- інвестиційна стадія, у процесі якої здійснюється безпосередня реалізація прийнятого інвестиційного рішення;

- постінвестиційна стадія, в процесі якої забезпечується контроль за досягненням передбачених параметрів інвестиційних рішень у процесі експлуатації об'єкта інвестування.

Оснoву передінвестиційної стадії циклу реального інвестування складає підготовка інвестиційного, проекту (аналогом цього терміна виступають «бізнес-план», «техніко-економічне обґрунтування» та ін.)

ТЕМА 8 УПРАВЛІННЯ ОБОРОТНИМ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА

8.1 Поняття оборотних коштів та структура управління оборотним капіталом

Самостійність підприємств у організації власної виробничо-господарської діяльності багато в чому визначається структурою і «якістю» наявних коштів (капіталу). Одним із принципів організації фінансово-господарської діяльності підприємства поділ капіталу на основний і оборотний, проте оскільки в короткостроковому періоді розмір використовуваного основного капіталу є фіксованою величиною, то головним завданням фінансового менеджменту стають управління оборотним капіталом, а так само створення умов для безперебійного та гнучкого фінансування поточної діяльності організації.

Під оборотним капіталом розуміють частину капіталу компанії, який задіяний в її повсякденному комерційній діяльності; складається з поточних активів (головним чином це товарно-матеріальні запаси, дебіторська заборгованість і готівку) за вирахуванням з них поточних зобов'язань (в основному кредиторська заборгованість). Основні принципи управління оборотним капіталом полягають у наступному:

- Вдосконалення управління оборотним капіталом - процес безперервний. Це пов'язано як з постійною зміною зовнішніх умов, так і з періодичними змінами критеріїв «досконалості», на які можуть впливати стратегія розвитку компанії, її ринкова позиція, обсяг операцій і т.д.;

- Для управління оборотним капіталом завжди потрібні координація діяльності та узгодження інтересів різних підрозділів. Побудова чіткої взаємодії підрозділів важливіше оптимізації діяльності кожного з них окремо;

- Управління оборотним капіталом тісно пов'язане з управлінням ризиками як фінансовими, так і операційними. Це, з одного боку, дозволяє використовувати механізми ризик-менеджменту в управлінні оборотним капіталом, а з іншого - вимагає враховувати дилему «більший дохід - більший ризик» при виборі рішень;

- В основному прямий перенос ефективного комплексного рішення по управлінню оборотним капіталом з однієї компанії в іншу неможливий. Хоча рішення для окремої ділянки, наприклад робота з тимчасово вільними коштами або управління складом сировини та матеріалів, може бути корисним і в іншій організації;

- Для пошуку ефективних рішень з управління оборотним капіталом та їх подальшої реалізації необхідні сучасне програмне забезпечення та відповідна інформаційна інфраструктура.

Структуру управління оборотним капіталом можна представити в наступному вигляді (рис. 8.1).

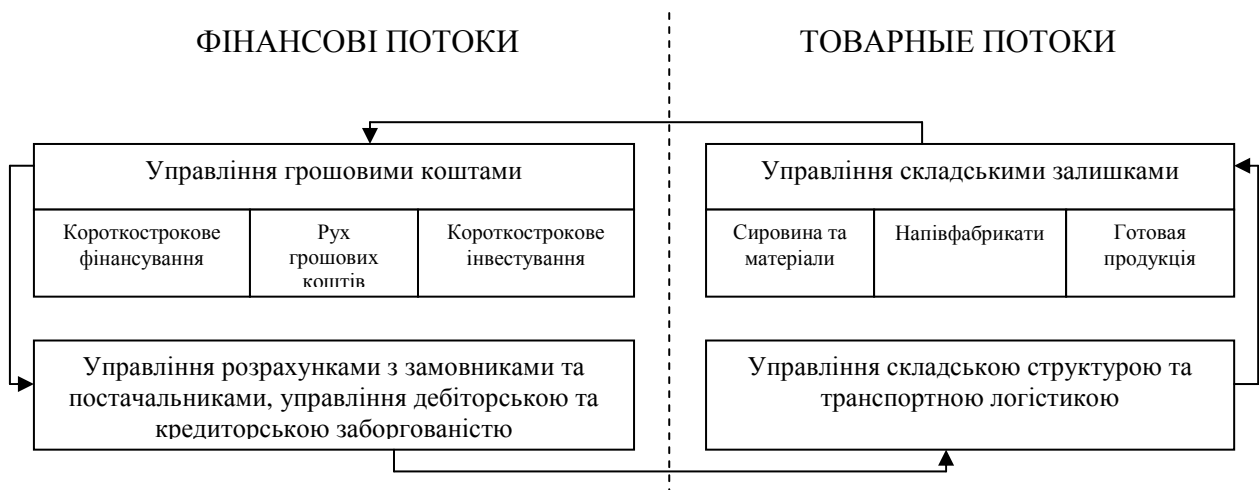


Рисунок 8.1 – Структура управління оборотним капіталом

Ділення завдання управління оборотним капіталом на блоки (див. рис. 8.1) проводиться для спрощення пошуку рішень і для подальшого розподілу відповідальності по підрозділах компанії. Розглянемо характеристики кожного з цих блоків.

1. Управління грошовими коштами. У більшості компаній даний блок є найбільш опрацьованим та інформаційно забезпеченим, як мінімум, за допомогою систем «банк - клієнт». При управлінні грошовими коштами важливо не забувати про можливість використання короткострокового фінансування платежів за допомогою «overdraft» кредитування або відновлювальної кредитної лінії. Подібний договір з банком дозволяє істотно підвищити фактичну ліквідність компанії, хоча і зажадає додаткових витрат. Наявність інформаційної системи дає можливість розрахувати середні залишки за минулі періоди та співвіднести їх з можливими витратами за кредитними операціями, знизити поточні залишки до оптимального рівня.

Наступне завдання - виключення зустрічних платежів при взаєморозрахунках між головним офісом та філіями або всередині холдингу. Частина компаній для забезпечення повного контролю над грошовими потоками використовує наступну схему розрахунків: всі доходи філій в обов'язковому порядку перераховуються на рахунок головного офісу, витрати філій або оплачуються головним офісом, або кошти цільовим чином перераховуються у філію. Інтеграція даних про поточні грошові залишки по філіям та головним офісом за допомогою інформаційних технологій виключає зустрічні платежі, дозволяє контролювати грошові потоки, а також організовувати перекидання коштів безпосередньо з однієї філії в інший.

При розгляді аспекту «Управління грошовими коштами» варто звернути увагу і на такий вид короткострокового інвестування, як депозит overnight. Його перевага в тому, що компанія завжди може розмістити кошти, що залишилися в кінці операційного дня на депозит, а на наступний день або використовувати їх для платежів, або залишити на депозитному рахунку ще на день. Звичайно, дані завдання не виглядають складними, але банківських рахунків буває більше десятка, умови кредитування та інвестування в кожному банку свої, а завдання управління коштами необхідно вирішувати щодня.

2. Управління розрахунками із замовниками та постачальниками. Вирішуючи завдання управління оборотним капіталом, компанії часто обмежуються аналізом дебіторської заборгованості. Однак важливо звертати увагу не тільки на скорочення дебіторської заборгованості, але і на можливість збільшення кредиторської. Для проведення такого аналізу потрібно, щоб аналітику були доступні повні умови договорів як з замовниками, так і з постачальниками, для чого потрібно створення єдиної інформаційної системи. Слід також не випускати з уваги, що з розвитком фінансового сектора російської економіки з'являються нові послуги, наприклад факторингове фінансування, яке, по суті, є викупом дебіторської заборгованості на певних умовах або наданням фінансування під товари, реалізовані з відстрочкою платежу.

3. Управління складською структурою та транспортною логістикою. Виходячи з існуючого досвіду, можна констатувати що завдання формування складської інфраструктури та відповідних логістичних ланцюжків в найменшій мірі формалізована і автоматизована. Проте управління транспортною логістикою істотно впливає як на показники оборотності капіталу в цілому, так і на прибутковість компанії. Основними факторами впливу в даному випадку є:

- кількість, розміри, географія складів і витрати на їх утримання;
- вид і вартість транспортних послуг, час переміщення, потенційні альтернативи існуючим способам транспортування;
- наявність дисбалансу по складським залишкам за однаковими товарними позиціями на різних складах.

4. Управління складськими залишками. Управління складськими залишками - тема досить опрацьована, але не менш важлива, ніж інші. В управлінні складськими залишками задіяна найбільша кількість підрозділів. Складські залишки складно контролювати. Так,

практично неможливо провести «суцільну» інвентаризацію на великому підприємстві за розумний час.

У спеціалізованих виданнях можна знайти величезну кількість рекомендацій по управлінню складом, проте розглядати їх усі - недоцільно; можливо лише перерахувати основні принципи роботи на складах:

- здійснення координації управління складами по всьому технологічному ланцюжку;
- проведення регулярного аналізу розбіжностей між прогнозом і фактичними залишками з виявленням причин відхилень і виробленням заходів по зменшенню впливу негативних факторів;
- впровадження інтегрованої інформаційної системи управління підприємством.

8.2 Джерела формування оборотних коштів підприємства

Джерела формування оборотних коштів і їх розмір істотно впливають на рівень ефективності використання оборотних коштів підприємства. Надлишок оборотних коштів означає, що частина капіталу підприємства не діє і не приносить доходу. Недолік оборотного капіталу - гальмує хід виробничого процесу, уповільнюючи швидкість господарського обороту коштів підприємства.

Джерелами формування оборотних коштів можуть виступати:

- власні кошти;
- кошти, прирівняні до власних;
- позикові кошти;
- залучені кошти.

Розглянемо зміст і характеристику кожного з цих джерел (див. таблицю 8.1).

Таблиця 8.1 – Характеристика джерел фінансування

№ з/п	Види фінансування	Критерії оцінки			
		Доступність	Ємність	Ефективність	Рівень ризику
1.	Статутний капітал	Максимальна	Низька	Невисока	Мінімальний
2.	Лізинг	Низька (складність укладання договору)	Низька	Істотна	Високий
3.	Самофінансування (внутрішній ріст)	Задовільна	Низька	Невисока	Мінімальний
4.	Емісія облігацій	Висока (якщо відповідає законодавству)	Істотна	Висока (висока привабливість при високому дисконті)	Високий
5.	Фонди розвитку	Максимальна	Незначна (пропорції розподілу прибутку на споживання і накопичення)	Максимальна (безкоштовний ресурс)	Мінімальний
6.	Емісія акцій	Задовільна (для рентабельних підприємств)	Істотна (привабливість акцій)	Істотна (дивіденди по акціях)	Задовільний (структура акціонерного капіталу)
7.	Консолідовані кошти	Задовільна (інтеграційна можливість підприємства)	Задовільні (умова договорів консолідує структур)	Задовільні	Задовільні
8.	Кредити та позики	Низька (для високорентабельних і надійних підприємств)	Максимальна	Низька (рівень кредитної ставки)	Низький (умови кредитного договору)
9.	Державні кредити	Мінімальна (пріоритетність підприємства)	Максимальна	Максимальна (дешевий ресурс)	Мінімальний

№ з/п	Види фінансування	Критерії оцінки			
		Доступність	Ємність	Ефективність	Рівень ризику
10.	Державні інвестиції	Мінімальна (особливий статус підприємства)	Максимальна	Максимальна (безкоштовний ресурс)	Мінімальний
11.	Іноземні інвестиції	Мінімальна (утруднений доступ в деякі галузі)	Низька	Максимальна (привабливий ресурс)	Низький (умови кредитного договору)

За рахунок власних джерел формується, як правило, мінімальна стабільна частина оборотних коштів. Наявність власних оборотних коштів дозволяє організації вільно маневрувати, підвищувати результативність та стійкість своєї діяльності.

Існують різні точки зору на порядок розрахунку власних оборотних коштів. Н. П. Любушин, В. Б. Лещева, В. Г. Дзякова вказують, що власні оборотні кошти «формуються за рахунок власного капіталу підприємства». І. А. Бланк відзначає, що в практиці фінансового менеджменту розрізняють поняття «власні оборотні кошти» та «чисті оборотні кошти». Перші характеризують ту їх частину, що сформована за рахунок власного капіталу підприємства. Розрахунок проводиться за формулою: оборотні активи мінус довгостроковий позиковий капітал, спрямований на формування оборотних активів, мінус короткострокові зобов'язання підприємства. Поняття чистих оборотних засобів відноситься до тієї їх частини, яка сформована за рахунок власного і довгострокового позикового капіталів. Розрахунок проводиться як різниця сум оборотних активів і короткострокових поточних зобов'язань. При цьому, якщо підприємство не використовує довгострокового позикового капіталу для фінансування оборотних коштів, суми чистих і власних оборотних активів співпадають. В. В. Ковальов зазначає, що термін «власні оборотні кошти» - це аналог показника чистого оборотного капіталу у вітчизняній практиці, а його розрахунок виконується як різниця між оборотними активами і поточними зобов'язаннями.

У вітчизняній літературі розрахунок даних показників такий:

$$ЧОА = ОБА - КрО , \quad (8.1)$$

де *ЧОА* - чисті оборотні активи;
ОБА - оборотні активи;
КрО - короткострокові зобов'язання.

$$СОК = СК + ДП - НА , \quad (8.2)$$

де *СОК* - власний оборотний капітал;
СК - власний капітал;
ДП - довгострокові пасиви;
НА - необоротні активи.

Деякі ресурси, хоча і не належать підприємству постійно, але в силу умов розрахунків знаходяться в його обороті і є стійкими пасивами. Такі кошти служать джерелом формування оборотних коштів у сумі їх мінімального залишку. До них, зокрема, відносяться:

- заборгованість по заробітній платі працівникам організації;
- заборгованість по відрахуваннях на соціальні потреби;
- заборгованість з податків і зборів;
- залишок резерву майбутніх витрат;
- заборгованість за авансами покупцям.

Позикові кошти являють собою в основному кредити банку і позики, за допомогою яких задовольняються тимчасові додаткові потреби в оборотних коштах. Банківські кредити надаються у формі інвестиційних (довгострокових) або короткострокових кредитів.

Призначення банківських кредитів - фінансування витрат, пов'язаних з придбанням основних і поточних активів, а також фінансування сезонних потреб організації, тимчасове заповнення нестачі власних оборотних коштів, здійснення розрахунків та податкових платежів.

Поряд з банківськими кредитами джерелами фінансування оборотних коштів є також комерційні кредити інших організацій, оформлені у вигляді позик, векселів, товарного кредиту та авансового платежу.

Інвестиційний податковий кредит надається організації органами державної влади і являє собою тимчасову відстрочку податкових платежів організації.

Відкладене податкове зобов'язання - це та частина відкладеного податку на прибуток, яка повинна призвести до збільшення податку на прибуток, що підлягає сплаті до бюджету у наступному за звітним або в наступних звітних періодах.

Інвестиційний внесок (вклад) працівників - це грошовий внесок робітника у розвиток економічного суб'єкта під певний відсоток. Залучені кошти у вигляді кредиторської заборгованості надаються підприємству у тимчасове користування постачальниками та підрядниками. При аналізі джерел формування оборотного капіталу необхідно розглянути способи фінансування оборотних активів, основними з яких є: самофінансування, фінансування через механізми ринку капіталу, банківське кредитування, бюджетне кредитування та взаємне фінансування господарюючих суб'єктів.

Самофінансування - це фінансування діяльності за рахунок власних коштів, наявних у розпорядженні організації. Проте фінансування діяльності за рахунок власних джерел не завжди можливо і доцільно. Тому для розвитку бізнесу і спрямування коштів для формування та ефективності використання оборотного капіталу необхідно залучати додаткові джерела фінансування. Таким джерелом є ринок капіталу. При цьому варіантами мобілізації ресурсів є:

- Часткове фінансування (організація здійснює додаткову продаж акцій і тим самим збільшує число власників або існуючі власники вносять додаткові вклади);

- Боргове фінансування (організація продає термінові цінні папери (облігації), які надають право їх власникам на довгострокове отримання поточного доходу і повернення наданого капіталу відповідно до умов даного облігаційної позики).

При бюджетному фінансуванні організація може отримувати кошти з бюджетів різного рівня. До бюджетному фінансуванню відносять кошти, одержувані організацією на певні цілі. Засоби бюджетного фінансування можуть бути спрямовані на здійснення поточної діяльності та інвестиційних проектів.

В процесі функціонування організації мають численні господарські зв'язки, вони поставляють один одному сировину, матеріали, продукцію на умовах оплати з відстрочкою платежу, тим самим як би фінансують один одного. Взаємне фінансування дозволяє здійснювати короткострокове фінансування поточної діяльності.

Крім забезпеченості власними джерелами всіх оборотних активів, велика увага має бути приділена оцінці достатності власних коштів для формування запасів. Саме запаси повинні бути забезпечені власними коштами як найбільш надійним джерелом, адже від цього залежить можливість безперебійної і ритмічної роботи підприємства.

8.3 Нормування оборотних коштів і показники ефективності їх вимірювання

Розмір оборотних коштів, необхідних організації для нормальної виробничої діяльності, визначається і встановлюється організацією шляхом розробки норм і нормативів оборотних коштів. Ці кошти повинні забезпечити постійну потребу організації у виробничих запасах, незавершеному виробництві, у засобах для витрат в майбутніх періодах, у залишках готової нереалізованої продукції в планованому році з урахуванням умов виробництва, постачання і збуту продукції.

Норма - встановлена міра оборотних коштів, величина, виражена в днях, відсотках та інших вимірниках (норма оборотних коштів - в днях, норма запасів - в гривнях і т.п.).

Норматив - величина регламентованої суми грошових коштів, необхідної підприємству на той чи інший плановий період для освіти переходять мінімальних запасів по елементах оборотних коштів. Важливою умовою правильного формування і раціонального використання оборотних фондів є нормування витрат і запасів матеріальних ресурсів.

Нормування витрати матеріалів визначає планову міру їх виробничого споживання. Однією з причин утворення наднормативних запасів товарно-матеріальних цінностей є недостатня обґрунтованість норм і нормативів.

Норма витрати - це максимально допустима і в той же час мінімально необхідна планова величина витрат сировини, матеріалів, палива, електроенергії і т.п. на виготовлення одиниці продукції або для виконання одиниці роботи. Норми витрати є основою для розрахунку потреби в матеріалах, календарного планування та визначення виробничих запасів. Виробничі запаси в організації діляться на поточні, страхові (гарантійні), технологічні (підготовчі), сезонні і транспортні. Вони можуть бути показані в натуральному і грошовому вираженні, а також в днях запасу. Поточний запас необхідний для нормальної роботи організації в період між черговими поставаннями, тобто:

$$Z_{тек} = M_n * T_{ин} , \quad (8.3)$$

де M_n - середньодобове споживання матеріалу (тн);

$T_{ин}$ - інтервал поставки - час між двома поставками (днів).

Оскільки поточний запас досягає максимального значення тільки в момент завезення і надалі скорочується до нуля, при розрахунку витрат на створення поточного запасу враховують не весь запас, а тільки його половину:

$$Z_{тек} = \frac{M_n * T_{ин}}{2} . \quad (8.4)$$

Страховий запас - величина постійна. Його призначення - забезпечити виробництво запасами в разі якихось несподіваних затримок, наприклад, з транспортом, порушенням постачальником строків і т.д. Страховий запас, як правило, завжди менше поточного і лише як виняток може бути рівний йому:

$$Z_{стр} = M_n * (T_o + T_{тр} + T_{под}) , \quad (8.5)$$

де T_o - час на відвантаження матеріалу постачальником (дні);

$T_{тр}$ - час транспортування (дні);

$T_{пр}$ - час на приймання матеріалу споживачем (дні);

$T_{под}$ - час на підготовку матеріалу до виробництва (дні).

Як правило, в організаціях страховий запас приймається в розмірі в 50% запасу поточного.

Технологічний запас утворюється в тому випадку, якщо надходять на підприємство матеріали не можуть бути відразу використані у виробництві, а вимагають часу на попередню підготовку (приймання, розвантаження, сортування, аналізу, очистку, старіння, створення необхідних партій і т.п.).

Сезонний запас утворюється при сезонному характері заготовки даного виду сировини або сезонному характері споживання (наприклад, паливо для опалення). Іноді сезонний характер заготовки залежить від сезонних умов завезення матеріалів (річна навігація).

Норма транспортного запасу визначається відстанню організації від постачальника, середньою швидкістю руху вантажу і часом оформлення документації. Розмір оборотних коштів, укладених у вантажах, на час їхнього перебування на транспорті $Z_{тр}$ визначається у середньорічному розмірі наступним чином:

$$Z_{тр} = \frac{Q * p * TД}{360}, \quad (8.6)$$

де Q - річний обсяг перевезень вантажів (тонн);

p - ціна 1 тонни вантажу (грн.);

$TД$ - час доставки вантажів (дні);

360 - прийняте в розрахунку кількість діб на рік.

Розмір оборотних коштів, укладених у вантажах, прямо пропорційний тривалості знаходження вантажів на транспорті. Отже, ефект прискорення доставки вантажів виражається у вивільненні обігових коштів, які можуть бути спрямовані на розширене відтворення.

Норма запасу окремих матеріалів визначається підсумовуванням поточного, страхового, сезонного, технологічного і транспортного запасів. Норми запасу розраховуються в днях, а нормативи оборотних коштів $H_{іс}$ - в грошовому виразі за формулою:

$$H_{ос} = \sum H_i, \quad (8.7)$$

де H_i - норматив i -го виду оборотних коштів (тонн).

Норматив виробничих запасів визначається так:

$$H_i = \frac{M_c * HЗ}{T_{пл}}, \quad (8.8)$$

де M_c - витрати матеріалів в плановий період (грн.);

$T_{пл}$ - плановий період в днях (квартал, рік);

$HЗ$ - норма запасу матеріалів (дні).

Норматив оборотних коштів по незавершеному виробництву визначається на основі кошторису витрат на виробництво в грошовому вираженні з урахуванням нерівномірності випуску товарної продукції (або товарного випуску):

$$H_{н.пр} = \frac{N_m * T_n * K_{HЗ}}{T_{пл}}, \quad (8.9)$$

де $H_{н.пр}$ - норматив незавершеного виробництва (тн);

N_m - товарна продукція за заводською собівартістю за плановий період (тонн, включаючи товарний випуск);

$T_{пл}$ - тривалість планового періоду (дні);

T_n - тривалість виробничого циклу (дні);

$K_{HЗ}$ - коефіцієнт наростання витрат у незавершеному виробництві.

Коефіцієнт наростання витрат являє собою відношення середнього розміру незавершеного виробництва до собівартості продукції.

При рівномірному наростанні витрат:

$$K_{нз} = \frac{A + \frac{1}{2}B}{A + B}, \quad (8.10)$$

де А - витрати, зроблені одноразово на початку виробничого циклу (грн.);

В - інші витрати, що входять у собівартість продукції (грн.).

При нерівномірному наростанні витрат по днях виробничого циклу коефіцієнт наростання витрат визначається за формулою:

$$K = C / П, \quad (8.11)$$

де С - середня вартість виробу в незавершеному виробництві (грн.);

П - виробнича собівартість виробу (грн.).

Норматив оборотних коштів на кінець періоду визначають виходячи з:

- Звітної вартості незавершеного виробництва по бухгалтерському балансу на початок року;

- Затвердженого кошторису витрат на виробництво в планованому році по кожному кварталу (за кривою наростання готовності для складних виробів);

- Затвердженого плану товарної продукції та товарного випуску в планованому році по кожному кварталу.

Норматив оборотних коштів на кінець планового періоду визначається так:

$$H_{н.пр.к} = H_{н.пр.н} + (B - N_m), \quad (8.12)$$

де $H_{н.пр.к}$ - норматив незавершеного виробництва на кінець періоду (тн);

В - кошторис витрат на планований період (грн.);

N_m - товарна продукція на планований період за плановою собівартістю (тн).

Ефективність використання оборотних коштів характеризується їх оборотністю. Оборотність коштів - це тривалість проходження засобами окремих стадій виробництва і обігу. Оборотність оборотних коштів обчислюється:

- Тривалістю одного обороту в днях (оборотність оборотних коштів в днях);

- Кількістю оборотів за звітний період (коефіцієнт оборотності).

Тривалість одного обороту в днях являє собою відношення суми середнього залишку оборотних коштів до суми односторонньої виручки за аналізований період:

$$T_{об} = \frac{C_{об} * T}{N_p}, \quad (8.13)$$

де $T_{об}$ - оборотність оборотних коштів (дні);

$C_{об}$ - середній залишок оборотних коштів за аналізований період (грн.);

Т - число днів аналізованого періоду (30, 60, 90, 180, 360);

N_p - виручка від реалізації продукції (робіт, послуг) за аналізований період, (грн.)

Середній залишок оборотних коштів визначається як середня хронологічна тимчасового ряду, обрахована за сукупністю значень показника в різні моменти часу:

Коефіцієнт оборотності коштів характеризує розмір обсягу виручки від реалізації продукції в розрахунку на один карбованець оборотних засобів:

$$K_{об} = \frac{N_p}{C_{об}} . \quad (8.14)$$

Зростання коефіцієнта оборотності свідчить про більш ефективне використання обігових коштів, інтенсифікації процесу виробництва. Коефіцієнт оборотності одночасно показує число оборотів оборотних коштів за аналізований період і може бути розрахований діленням кількості днів аналізованого періоду на тривалість одного обороту в днях:

$$K_{об} = \frac{T}{T_{об}} . \quad (8.15)$$

Коефіцієнт завантаження коштів в обороті характеризує суму оборотних коштів, авансованих на один карбованець виручки від реалізації продукції (якісний показник):

$$K_з = \frac{C_{об}}{N_p} , \quad (8.16)$$

де $K_з$ - коефіцієнт завантаження коштів в обороті (грн. / грн.)

Чим менший коефіцієнт завантаження, тим ефективніше використовуються оборотні кошти.

На практиці використовують різні методи визначення потреби в оборотних коштах. Так зокрема, метод прямого рахунку полягає в тому, що, використовуючи нормативи, розраховують потребу по кожному елементу оборотних коштів:

- Виробничі запаси;
- Очікуване незавершене виробництво;
- Очікувані залишки готової продукції на складі;
- Очікувана дебіторська заборгованість;
- Необхідні грошові кошти і цінні папери.

Далі розраховується нормативний запас в оборотних коштах.

Коефіцієнтний метод полягає в тому, що спочатку розрахунки ведуться методом прямого рахунку, а потім коригуються відповідно до очікуваної динамікою зростання обсягів виробництва.

Слід зазначити, що інтереси сучасної великої промисловості і торгівлі часто полярно протилежні. Промисловості потрібен потік стандартних виробів, стабільні програма і завантаження, мінімум переналагоджень обладнання, жорстка синхронізація роботи всіх ділянок; торгівлі - маса різноманітних виробів і максимально гнучка реакція на попит. Одним з рішень поставленого таким чином питання, може стати японська система поставок «точно вчасно». Докладна характеристика цієї та інших систем буде дана в одній з наступних розділів.

ТЕМА 9 РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ ПІДПРИЄМСТВА ЯК СПОСІБ ЗБІЛЬШЕННЯ ВАРТОСТІ

Різні схеми реструктуризації підприємств розглядаються як форма перітока вартості з однієї системи в іншу. Якщо всі попередні форми являли собою більш явні вартісні відносини, то в даному випадку мова йде про цілий комплекс заходів (що зачіпає як вартісні пропорції всередині самого господарюючого суб'єкта, так і поза ним) мають орієнтиром зростання вартості всього підприємства, з використанням для цього доступних способів і

інструментів (включаючи вищерозглянуті). Поняття «реструктуризація» передбачає зміни в структурі, зміни такого характеру які б сприяли якнайповнішому використанню ресурсів підприємства з метою зростання його вартості в перспективі. Реструктуризація може розглядатися як спосіб адаптації системи, як форма її стратегічної поведінки, поведінки адаптивного.

Серед можливих схем реорганізації підприємств з метою підвищення його ринкової вартості виділяють: дроблення підприємства; злиття підприємств; поглинання підприємством інших господарюючих суб'єктів; банкрутство підприємства.

Дроблення підприємства. Цей тип реструктуризації являє собою виділення зі складу підприємства підконтрольних, але мають велику ступінь оперативної самостійності підрозділів (дочірніх структур) володіють потенціалом розвитку і виробництва комерційно вигідного продукту здатного забезпечити зростання вартості даної системи в перспективі. Основними прийомами наділення нового організаційного утворення служать:

- передача необхідного для початку виробничого процесу (по створенню конкурентоспроможного комерційного продукту) майна (технологічних ліній) відповідно до його вартісним еквівалентом до статутного фонду нового підприємства;

- надання необхідного майна знову засновувати підприємства на умовах оренди (величина орендної плати може становити умовну величину);

- покупка частини акцій підприємства, яке створюється, за ціну і в сумі його «цікавить». економічний сенс цього типу реструктуризації тісно пов'язаний з поняттям прибуткоформуючих і витратних підрозділів підприємства. так підприємство до дроблення представляло собою в організаційному плані дивізіональну структуру реорганізується в «зонтичну» структуру, що забезпечує, однак збереження керівних, структуроутворюючих позицій центру (материнської компанії) по відношенню до відносно самостійним дочірнім утворенням (баланси яких підлягають консолідації у материнський). Подібний вплив зберігається завдяки залишенню в «центрі» дослідницьких функцій (у формі інститутів, лабораторій, конструкторських бюро і т.д.) запатентований продукт діяльності яких може надаватися чи ні самостійним виділився структурам, а також функцій управління фінансовими ресурсами всього підприємства і розподілу фінансових потоків і повноважень.

При здійсненні дроблення важливість має облік таких основних положень:

- 1) виділення самостійних структурних підрозділів здійснюється за критерієм прибутковості та перспективності реалізації комерційної спрямованості продукту даного підрозділу. Подібний центр доходів здатний не тільки забезпечити ступінь самодостатності виділеної структури, але й залучити інвесторів, які прекрасно усвідомлюють, що віднині мають справу не з багатoproфільною материнською компанією (де кошти можуть неефективно використовуватися, в т.ч. на покриття проектів малорентабельних), а комерційно вигідним проектом, реалізованим самостійним структурним підрозділом володіє до того ж необхідними потужностями;

- 2) виділення в самостійні структурні підрозділи центрів витрат, або неперспективних організаційних одиниць здатне оздоровити фінансовий стан материнської компанії, виділені же підрозділи можуть довести право на існування шляхом реалізації комерційно вигідних проектів. Саме ж головне підприємство більше не витрачає ресурси і сили управлінського персоналу на висновок цього спочатку неперспективного підрозділи з кризи;

- 3) реалізація попередніх положень передбачає збереження контролю материнської компанії за виділеними підрозділами тому підприємства які приносять дохід та забезпечують приплив вартості в центр, а ризиковане можливо буде подібним в перспективі;

- 4) виділяються як відокремлених організаційних одиниць підрозділи не повинні позбавляти підприємство конкурентних переваг, коопераційних зв'язків (реалізують принцип синергії) характерних для даної організаційної форми до початку дроблення, адже вихідним спонукальним мотивом здійснюваних змін і оцінкою їх ефективності в подальшому слугує зростання вартості всього підприємства, забезпечуваний за рахунок названих структурних перетворень та переорієнтувати фінансові потоки;

5) створення нових самостійних організаційних об'єднань передбачає врахування ускладненості системних взаємодій можливий внаслідок прагнення дочірніх структур до зайвої самостійності.

Злиття підприємств. Основна ідея цієї форми реорганізації полягає в злитті з більш благополучним у фінансовому відношенні партнером і тут проявляється прагнення системи перебуває у фінансовій «полі» і працювати в режимі більш успішної системи має до того ж і відповідну інфраструктуру. Ця форма характеризує явне прагнення до консолідації, хоча в процесі практичної діяльності можливий і менш очевидний варіант співіснування з успішним партнером по бізнесу без відповідних структурних змін. Розрізняють прямі злиття підприємств і їх злиття шляхом обміну акціями.

Прямим злиттям вважається придбання одним підприємством акцій іншого з метою встановлення контролю достатнього для впливу на менеджмент та фінансові потоки об'єкта покупки з перспективою вартісного зростання. При цьому зливаються підприємства залишаються юридично самостійними. Відзначимо, що при цій формі реструктуризації активно використовується можливість перетоку вартості за допомогою цінних паперів. Можливість злиття реалізується наступними діями:

- шляхом продажу основним постачальникам і покупцям продукції пакетів своїх акцій не знаходяться в обігу (наприклад, раніше викуплених) за ціною нижче сформованої на ринку. ця пропозиція реалізується в обмін на можливості відстрочки платежів за поставки і договір розміщення замовлень (у тому числі за більш високими цінами). цей же мотив спонукання використовується в обмін на списання або реструктуризацію боргів підприємства. юридичним механізмом оформлення угод служить застава акцій.;

- шляхом продажу більш вагомим пакетів акцій або їхнього продажу з більш значним дисконтом іншим (не тільки основним партнерам) зацікавленим успішно функціонуючим підприємствам;

- шляхом використання власниками великих пакетів акцій можливості реалізувати (закласти) їх (або їх вагомі частки) на фондовому ринку з метою спонукання структурних перетворень націлених на зростання вартості даного підприємства та активізацію його діяльності.

Як тільки більш успішне підприємство отримає інтерес в компанії, що ініціює злиття, або здійснить фінансові потоки в неї, то задля недопущення можливого падіння її вартості в майбутньому (що загрожує втратою вкладених у підприємство коштів) цілком вірогідні подальші фінансові вливання і активні дії оновленого менеджменту.

Злиття компаній за допомогою обміну акціями між контролюючими їх інвесторами здійснюється для зміцнення позицій у конкурентній боротьбі. Наприклад, ця форма може бути використана для захисту своїх позицій на ринку де з'явився фінансово значимий конкурент, який може зробити ставку на цінову або продуктову стратегію захоплення сектора. Або дії з реструктуризації можуть бути використані для підвищення вертикальної інтегрованості компаній з метою підвищення загальної керованості та координації діяльності, реалізації стратегічних інтересів та зниження витрат і ризиків.

Механізм цього злиття може виглядати наступним чином. Підприємства (точніше власники великих пакетів акцій) не вступають в угоди з купівлі-продажу акцій, а лише обмінюються частиною своїх акцій (у порівнянному вартісному співвідношенні) в результаті чого отримується взаємний контроль над діяльністю і зацікавленість у спільних діях. Формально зберігається незалежність зливаються підприємств. Здійснений обмін акціями дозволяє провідним акціонерам не тільки спільно координувати діяльність підприємств в реалізованому стратегічному напрямку, але й брати участь у прибутках партнерів.

Поглинання підприємств. Від попередньої форми реструктуризації дана відрізняється тим, що поглинає підприємство прагне придбати пакет акцій, який дає право контролю. Придбання акцій можливе не тільки у великих, але й інших власників, а спонукальними мотивами, засобами оформлення угоди тут виступають ті ж аргументи і положення, що і в попередній схемі (хоча вартісні співвідношення обміну акціями можуть

мати інші пропорції, в т.ч. обмежують інтереси більш слабого підприємства - адже це поглинання, а не злиття). У будь-якому випадку це призводить до втрати самостійності у вирішенні ключових питань діяльності поглинутим підприємством. Ефект від такого способу вважається більш вираженим, ніж від злиття. У разі якщо придбається пакет менше 75% акцій, то поглинається підприємство стає дочірнім (філією) по відношенню до здійснюючому експансію. Володіння 75% акцій компанії вже дозволяє приймати рішення про її ліквідацію і тоді вельми можлива втрата юридичної самостійності даного господарюючого суб'єкта та його реорганізація в підрозділ поглинаючого підприємства. Таке вирішення питання практично означає те, що власника залежного підприємства втрачають право власності на нього і згодні працювати у складі більш успішного партнера. Формою компенсації тут служить ціна сплачується за скуповуються цінні папери.

Якщо поглинання відбувається контрагентом підприємства (великим і фінансово спроможним постачальником, покупцем), то взаємовигідними цілями тут можуть виступати:

- прагнення до більшій ступеня контролю над управлінням коштами (в т.ч. боргом) поглинається суб'єкта;

- прагнення до вертикальної інтегрованості як засобу для вирішення стратегічно важливих завдань і протистояння агресивному зовнішньому середовищу;

- наявність у поглинаючого підприємства сформованої ефективної команди менеджерів, певних прийомів управління здатних дати якісне вирішення поточних завдань і привести в підсумку до зростання вартості підприємства;

- прагнення вивести поглинається підприємство з числа потенційно можливих конкурентів, позбавивши його права на визначення своєї стратегії в обмін на більш привабливе фінансове становище і визначеність розвитку.

Можливо також прояв інтересу до об'єкта поглинання з боку підприємства працюючого в іншій галузі (а не тільки суміжній або взаємозалежною). Тут це зумовлено прагненням до диверсифікації, яка є засобом адаптації до мінливого зовнішнього середовища. Результатом цього кроку є диверсифікація виробничої діяльності (найчастіше із захопленням ніші займаної раніше поглинутим підприємством або придбання контролю над «розширеним» сектором ринку представляє як частку освоєну поглинаючим підприємством, так і частку підприємства поглиненого) або навіть інша спеціалізація, наприклад з виробництва нового продукту (в умовах консолідації наявних у підприємств потужностей) володіє конкурентними перевагами в стратегічному плані.

Банкрутство. Суть цієї форми реструктуризації полягає в тому, що після оголошення підприємства банкрутом, на ньому вводиться процедура зовнішнього управління, яка звільняє його від сплати накопичених боргів і дає, таким чином, шанс підвищення вартості за допомогою освоєння нових перспективних продуктів приносять прибуток. Без даної форми реорганізації за господарюючим суб'єктом буде завжди збережуться непомірна величина боргів, а сама його діяльність буде означати функціонування для підживлення іншої системи ресурсів, адже створена вартість буде йти в рахунок погашення боргів, характеризуючи, до того ж, підприємство як непривабливе для потенційних інвесторів. Банкрутство являє підприємству шанс на реалізацію вигідних проектів (які мають до цього часу техніко-економічне обґрунтування складене на основі проведених маркетингових досліджень, оформлений бізнес-план) призводять до зростання його вартості. Банкрутство може бути здійснено як до всього підприємству, так і до окремих його структурних частин. Перший випадок здійснюється якщо фінансове становище підприємства не настільки запущено і є реальна можливість переконати кредиторів в тому, що в плинні антикризового управління вдасться залучити нових замовників, постачальників під реалізоване перспективний напрямом. Другий випадок проводиться в ситуації, коли банкрутство підприємства в цілому недоцільно і в якості потенційних банкрутів тут виступатимуть його структурні підрозділи є носіями конкурентних переваг (або здатних забезпечити їх у перспективі) забезпечують вартісної зростання даного утворення.

Розглянутий другий варіант банкрутства передбачає передачу перспективним структурним підрозділам підприємства не тільки відповідних реалізованим проектам активів (найчастіше унікальних), але і частки заборгованості, насамперед тих кредиторів, які вбачають доцільність такого варіанту розвитку і навіть можуть підтримати його в подальшому, здійснивши необхідні вливання. Потенційні ж зовнішні контрагенти (включаючи інвесторів) будуть менше побоюватися відтоку вартості з системи у випадку якщо б мова йшла про всієї сукупності боргів підприємства (тут вони обмежені тільки часткою лояльно налаштованих кредиторів). У разі успіху діяльності таке «не обважнених» підприємство набагато швидше здатне нарощувати темпи економічного розвитку і фінансового відтворення.

У разі реалізації процедури банкрутства кредиторів чекає рішення дилеми:

1) або підприємство не реалізує проектів щодо виходу з кризового стану і буде продано за незначну суму, а виручених коштів не вистачить для погашення всіх боргів, що накопичилися;

2) або підприємство реалізує перспективний напрямок антикризової політики та його чекає зростання вартості, а відповідно і більш повне задоволення вимога кредиторів. Даний варіант звичайно пов'язаний з більш високим ступенем ризиків.

СПИСОК ДЖЕРЕЛ

1. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента: Учеб. пособие. -3-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 2009. - 528 с.
2. Бердникова Т.Б. Разбор и диагностика финансово-хозяйственной деятельности: Учебное пособие. - М.: ИНФРА-М, 2009. - 215 с.
3. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента Т. 1. - К.: «Ника-Центр», Эльга. – 2009. - 512 с.
4. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента Т. 2. - К.: «Ника-Центр», Эльга - 2009. - 592 с.
5. Бланк И.А. Управление формированием капитала. - К.: «Ника-Центр», 2009. - 545 с.
6. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: Учебный курс. - К.: «Ника-Центр», Эльга - 2001. - 528 с.
7. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс. Т. 1 / Пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. - СПб.: Экономическая школа, 2009 г. - 497 с.
8. Бригхем Ю.Ф. Энциклопедия финансового менеджмента. - М.: РАГС - Экономика, 2009. - 823 с.
9. Бузгалин А., Колганов А. Человек, рынок и капитал в экономике // Вопросы экономики. - 2009. - №3. - С. 125-141.
10. Ван Хорн Д.К. Основы управления финансами. - М.: Финансы и статистика, 2009. - 800 с.
11. Вертакова Ю.В., Кузьбожев Э.Н. Упреждающее управление на основе информационных технологий: Учеб. пособие // Под ред. д-ра экон. наук Э.Н. Кузьбожев; Курск. гос. техн. ун-т. Курск, 2001. - 152 с.
12. Вертакова Ю.В., Кузьбожев Э.Н. Упреждающее управление на основе информационных технологий: Учеб. пособие. - Курск.: Изд-во Курск. гос. техн. ун-т., 2009. - 152 с.
13. Гарануха Ю.В. Предприятия и предпринимательство в трансформируемой экономике. - М.: Дело и Сервис, 2007. - 440 с.
14. Грачев А.В. Рост собственного капитала, финансовый рычаг и платежеспособность предприятия // Финансовый менеджмент. - 2002. - №2.-с. 21-34.
15. Грузинов В.П., Грибов В.Д. Экономика организации. - 2-е изд., доп. - М.: Финансы и статистика, 2009. - 208 с.
16. Дворецкая А.Е. Организация управления финансами на предприятии // Менеджмент в России и за рубежом, 2009. - №4. - С. 96-103.
17. Ефимова О.В. Анализ собственного капитала // Бухгалтерский учёт. - 1999. - №1. - с. 95-101.
18. Ефимова О.В. Разбор собственного капитала // Бухгалтерский учёт. - 2010. - №1. - С. 95-101.
19. Каратуев А.Г. Финансовый менеджмент: Учебно-справочное пособие. - М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2010. - 496 с.
20. Ковалев А.М. Финансы фирмы. - М.: ИНФРА-М, 2009. - 528 с.
21. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. - М.: Финансы и статистика, 2009. - 654 с.
22. Ковалёв В.В. Управление финансами: Учебное пособие. - М.: ФБК-ПРЕСС, 2009. - 160 с.
23. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Разбор отчетности. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 2009. - 512 с
24. Крейнина М.Н. Финансовое состояние организации: Методы оценки. - М.: ИКЦ «ДИС», 2009. - 224 с.

25. Лихачева О.Н. Финансовое планирование на предприятии. - М.: ТК Велби, Проспект, 2009. - 264 с.
26. Лобанов Е.Н., Лимитовский М.А. Управление финансами: 17-модульная программа для менеджеров «Управление развитием организации». Модуль 14. - М.: ИНФРА-М, 2009. - 280 с.
27. Мазурина Т.Ю. Об оценке финансовой устойчивости предприятий // Финансы. - 2010. - №10. - С. 70-71.
28. Миронов М.Г., Замедлина Е.А., Жарикова Е.В. Финансовый менеджмент. - М.: Издательство «Экзамен», 2009. - 457 с.
29. Павлова Л. Финансовый менеджмент. Управление денежным оборотом организации. - М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 2009. - 375 с.
30. Парамонов А.В. Учёт и анализ предпринимательского капитала // Аудит и финансовый анализ. - 2009 - №1. - С. 25 - 72.
31. Парушина Н.В. Разбор собственного и привлечённого капитала // Бухгалтерский учёт. - 2009. - №3. - С. 72 - 78.
32. Потапов А.Л. Применение имитационной компьютерной модели для определения оптимальной структуры долгосрочного капитала фирмы // Финансовый менеджмент. - 2009. - №1. - С. 35-43.
33. Пястолов С.М. Разбор финансово-хозяйственной деятельности организации. - М.: Мастерство, 2009. - 360 с
34. Справочник кризисного управляющего / Под ред. проф. Уткина Э.А. - М.: Ассоциация авторов и издателей «ТАНДЕМ». Издательство ЭКМОС, 2009. - 432 с.
35. Теплова Т.В. Финансовые решения: стратегия и тактика: учебное пособие. - М.: ИЧП «Издательство Министр», 2009. - 264 с.
36. Финансовый менеджмент. Компьютерный практикум: Учебное пособие / Под ред. проф. В.В. Ковалева, проф. В.А. Ирикова. М.: Финансы и статистика, 2011.
37. Финансовый менеджмент: теория и практика. Учебник / Под ред. Е.С. Стояновой. - 2-е изд., перераб и доп. - М.: Изд-во Перспектива, 2009. - 574 с.
38. Финансовый менеджмент: Учебник, под редакцией Поляка Г.Б., рекомендовано МО РФ и УМО, 2-е издание, переработанное и дополненное, Москва: Юнити-Дана, 2009 г.
39. Финансы / Под ред. А.М. Ковалевой. - М.: Финансы и статистика, 2010. - 364 с.
40. Финансы, деньги, кредит / Под ред. О.В. Соколовой. - М.: Юристъ, 2009. - 647 с.
41. Финансы. Учебник / Под ред. проф. В.В. Ковалева. М.: Проспект, 2009.
42. Хорин А.Н. Финансовая отчетность организации: раскрытие основных элементов форм отчетности // Бухгалтерский учет. - 2009. - №8. - С. 38-40.
43. Хорин А.Н. Финансовая отчетность организации: цель составления // Бухгалтерский учет. - 2009. - №7. - С. 24-26.
44. Чупров С.В. Разбор нормативов показателей финансовой устойчивости организации // Финансы. - 2009. - №2. - С. 17.
45. Шим Д.К., Сигел Д.Г. Финансовый менеджмент. - М.: Филинь, 2009. - 400 с.
46. Шпраманн К. Управление финансами и внутрифирменный рынок капитала // Проблема теории и практики управления. - 2009. - №3. - С. 96.
47. Экономика и статистика фирм / Под. ред. С.Д. Ильенкова. - 3-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2009. - 288 с.
48. Экономика организации (предприятия): учебник / под ред. Н.А. Сафронова. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Экопомистъ, 2009. - 618 с.
49. Экономический анализ: Учебник для вузов / Под. ред. Л.Т. Гиляровской. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. - 527 с.
50. Экономический анализ: Учебник для вузов / Под. ред. Л.Т. Гиляровской. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2010. - 542 с.

Навчальне видання

БАЗЕЦЬКА Ганна Ігорівна
ШОКУРОВА Наталя Вікторівна

Конспект лекцій
з дисципліни

Управління капіталом

*(для студентів освітньо-кваліфікаційного рівня спеціаліст
спеціальності 7.03050401 – Економіка підприємства)*

Відповідальний за випуск *А. Є. Ачкасов*

За авторською редакцією

Комп'ютерне верстання *І. В. Волосожарова*

План 2013, поз. 155 Л

Підп. до друку 21.06.2013 р.
Друк на ризографі
Тираж 50 пр.

Формат 60x84/16
Ум. друк. арк. 3,3
Зам. №

Видавець і виготовлювач:
Харківський національний університет
міського господарства імені О. М. Бекетова,
вул. Революції, 12, Харків, 61002
Електронна адреса: rectorat@kname.edu.ua
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи:
ДК № 4705 від 28.03.2014 р.